

## Uppdatering kv2 2021

### NISCHER PROPERTIES AB

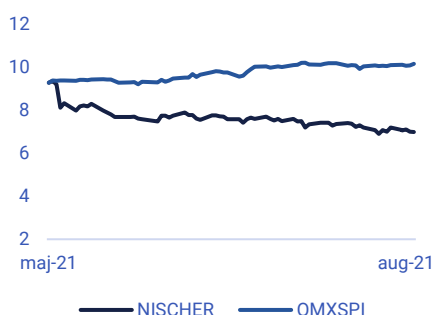
VD: Robert Vangstad  
 SO: Tommy Marklund  
 www.nischer.se

Bloomberg: NIS: SS  
 Reuters Eikon: NISCH.NGM

Lista: Nordic SME

Aktie, senast: 6,98 SEK  
 Marknadsvärde: 140 MSEK

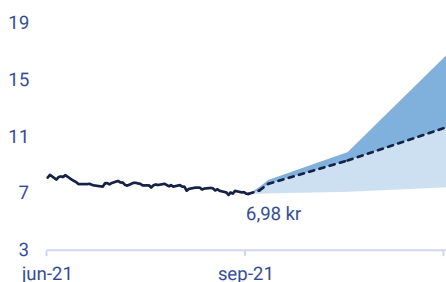
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	132,0	7,1	16,0	-8,4

Källa: Refinitiv Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	7,5	11,8	16,9
Upp-/nedsida (%)	7,4	69,1	142,1

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
 Senior Equity Analyst

Jonatan Andersson  
 Equity Analyst

## Goda utsikter för andra halvåret 2021

Nischer Properties lämnade ett resultat för första halvåret 2021 som i stort överensstämde med våra förväntningar. Värdeförändringar fastigheter var endast marginella i kv2. Men vi behåller trots det vår helårsprognos om 250 miljoner kronor i värdeökningar, de lär komma i takt med att fastigheterna i Östersund färdigställs bland annat. I vårt basscenario får vi en rikt Kurs på 11,8 kronor per Nischer Properties-aktie (tidigare 12,9 kronor).

### Bostadsutvecklare med en tydlig nisch

Nischer Properties är ett bostadsutvecklingsbolag som tar fram nya bostäder till rimliga priser utanför storstadsområdena. I år startas 330 nya bostäder av en total portfölj om cirka 1 200 lägenheter. En del av finansieringen av nya projekt löses genom försäljning av aktier (10-30%) i de lokala projekten. Parallellt börjar Nischer Properties bygga upp en egen portfölj av förvaltade hyresrättsbostäder.

### Solid utveckling under det andra kvartalet

Nischer Properties redovisade ett resultat efter finansnetto om 174,3 miljoner kronor för första halvåret 2021. Av detta resultat utgjordes 180,8 miljoner kronor av värdeökning på fastigheter, där i stort sett allt inföll under kv1. Mellanskillnaden (minus 6,5 miljoner kronor) var alltså rörelseresultatet för den begränsade drift som skedde under första halvåret 2021.

Bolaget har hittills i år sålt byggrätter i Järfälla samt andelar i ett projektbolag i Luleå. På så sätt kan Nischer Properties finansiera fortsatt projektutveckling. Det ger även möjlighet att ta in Östersundsfastigheten i bolagets balansräkning (med belåning) när den färdigställs om knappt ett år.

Under 2021 driver bolaget två projekt om totalt cirka 330 nya bostäder i Östersund och Örnsköldsvik. Här skedde produktionsstart för bolagets projekt på Frösön i Östersund under augusti. Under 2022 väntas bolaget starta sina projekt i Knivsta, Luleå och Hudiksvall. Det motsvarar ytterligare cirka 300 nya lägenheter.

### Motiverade värden på Nischer-aktien givet tre scenarion

Vi beräknar ett värde på 11,8 kronor per Nischer-aktie i vårt Bas-scenariot (tidigare 12,9 kronor), motsvarande en kurspotential om cirka 67 procent. Rikt Kursen är härledd som 30 procent rabatt mot genomsnittliga nyckeltal för fem andra noterade bostadsutvecklingsbolag (Bonava, JM m.fl.).

Genom att variera Nischers prognosticerade nyckeltal samt den motiverade rabatten mot sektorn erhålls en rikt Kurs på 7,5 kronor per Nischer-aktie i Bear-scenariot (tidigare 8,2 kronor) samt 16,9 kronor per Nischer-aktie i Bull-scenariot (tidigare 18,6 kronor).

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	16,7	3,8	20,0	21,4	22,7	23,8
Totala intäkter	96,9	13,2	27,5	35,6	38,3	40,7
Resultat före värdeförändringar	-9,3	-7,2	-3,8	6,2	7,7	9,0
Resultat efter värdeförändringar	-9,3	19,4	246,2	36,2	39,2	41,8
Resultat efter finansnetto	-9,6	19,4	243,5	34,8	37,8	40,4
Resultat efter skatt	-8,5	24,9	190,1	28,7	31,3	33,7
Vinst pre aktie	neg.	1,26	9,51	1,43	1,56	1,68
Tillväxt nettoomsättning	2357%	-77%	429%	7%	6%	5%
Tillväxt intäkter	14093%	-86%	109%	29%	8%	6%
Bruttomarginal	11%	12%	10%	43%	45%	46%
EBIT-marginal före värdeförändr.	neg	neg	neg	18%	20%	22%
EBIT-marginal eft.värdeförändr.	neg	147%	895%	102%	102%	103%
Nettovinstmarginal	neg	189%	691%	81%	82%	83%
EV/Sales	5,2x	9,8x	7,2x	7,0x	6,2x	5,5x
EV/EBIT efter värdeförändringar	neg.	6,7x	0,8x	6,9x	6,1x	5,3x
P/E	neg.	5,2x	0,7x	4,9x	4,5x	4,2x
P/EK	1,5x	1,4x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Utfall och kommentarer på andra kvartalet 2021

Nischer Properties redovisade inga intäkter och ett resultat efter finansnetto om minus 3,0 miljoner kronor för kv2 2021. Då produktionen i Östersund startade i augusti var detta som väntat. Däremot redovisade bolaget nästan inga värdeökningar på fastigheter under andra kvartalet. Men vi behåller ändå vår helårsprognos om 250 miljoner kronor, då värdeökningar lär komma under andra halvåret 2021 bland annat i takt med att fastigheten i Östersund.

### Produktionen är igång i Östersund sedan augusti

Nischer Properties redovisade ett resultat efter finansnetto om minus 3,0 miljoner kronor för andra kvartalet 2021. Det var ungefär enligt vår prognos, bortsett från att de positiva värdeförändringarna på fastigheter om 198 tusen kronor var mindre än vi hade väntat oss.

Värdeökningarna på fastigheterna uppgick till 180,8 miljoner kronor under första halvåret 2021. För helåret 2021 är vår prognos på värdeförändringar fastigheter plus 250 miljoner kronor sedan Grundanalysen som publicerades den 15 juni. Då värdet på pågående projekt ska öka i takt med att de färdigställs (främst Östersund under andra halvåret 2021) behåller vi prognosen om 250 miljoner kronor för helåret 2021.

För första halvåret 2021 blev resultatet efter finansnetto 174,3 miljoner kronor. Räknat exklusive värdeförändringar på fastigheter hade resultatet istället hamnat på minus 6,5 miljoner kronor.

I vår helårsprognos 2021 ingår intäkter om 20 miljoner kronor. Dessa är hänförliga till att produktionen nu har kommit igång i Östersund. Senast Nischer Properties hade intäkter av någon större omfattning var 2019 då intäkterna blev 16,7 miljoner kronor och då främst var kopplat till produktion i Gävle.

Då vi endast lade helårsprognoser i vår grundanalys av Nischer Properties kan vi inte redovisa kvartalsutfallet jämfört med våra förväntningar mer exakt än ovanstående. Generellt är förutsättningarna för bostadsutvecklingsprojekt i Sverige just nu gynnsamma till följd av prisökning på bostadsrättslägenheter, men även på förvaldade hyresrätter. Genomgående har andra noterade bostadsutvecklingsbolag som exempelvis Besqab och JM rapporterat starka resultat för första halvåret 2021, med goda utsikter för resten av året. Lönsamheten i den typ av projekt som Nischer driver understöds ofta av statliga investeringsbidrag kopplade till ett hyrestak som inte har någon större betydelse i medelstora regionstäder.

### Nyheter under perioden 1 april-30 augusti 2021:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna för bolaget under det andra kvartalet och perioden 1 juli-30 augusti 2021:

- Bolaget sålde i april 31,4 procent av aktierna i projektbolaget Luleå 1 AB vilket inbringade 8,3 miljoner kronor. Försäljningen avser hyresrättsdelen i kvarteret Kronan i Luleå.
- Båda bolagets projekt i Östersund (Frösön) och Örnsköldsvik (Hörnett) har beviljats bygglov.
- Den 26 augusti meddelade bolaget i ett pressmeddelande att byggproduktionen i bolagets projekt på Frösön i Östersund var i full gång. Arbetet bedrivs parallellt med markarbeten på plats, samtidigt som husen färdigställs via modulfabriken Mtree i Lettland.
- Arbetet med att ta fram detaljplaner för bolagets projekt i Knivsta, Hudiksvall, Örnsköldsvik (Varvskajen som är projekt nr 2 där) samt i Haninge pågår.

## Investment case

Nischer Properties är en fastighetsutvecklare som fokuserar på att utveckla bostäder i region- och medelstora städer där markpriserna är lägre. Förstärkt med investeringsbidrag ger det en bra lönsamhetskalkyl framförallt för hyresrättslägenheter. Produktionen sker med modulbyggare, vilket pressar byggkostnaderna. Några av de färdigställda hyresrättsbostäderna kommer att behållas för egen förvaltning, vilket ger ett stabilt kassaflöde och sannolikt också en högre värdering av Nischer Properties-aktien. Sedan företaget övergått till IFRS-redovisning har det bokförda egna kapitalet ökat dramatiskt till 255 miljoner kronor per 30 juni 2021. Nischer-aktien är idag den enda börsnoterade bostadsutvecklare som värderas med rabatt jämfört med eget kapital.

## Fem boendekoncept via moduler

Nischer Properties ("Nischer", "bolaget" eller "företaget") är ett bostadsutvecklingsbolag som jobbar med fem koncept för sina bostäder, framtagna under 2016-2017;

- Start Living som riktar sig till unga (ofta studerande) i sitt första boende.
- Competence Living som är företagsbostäder.
- Family Living för familjen med barn.
- Grand Living- ett kvalitetsboende för seniorer (pensionärer).
- Care Living- ett vårdboende för äldre personer.

Ovanstående koncept är kopplat till design av olika lägenhetstyper som är måttbegränsade. De kan sedan prefabriceras som moduler i en trästomme. Det ska möjliggöra att producera lägenheter till en total kostnad av omkring 25 000 kronor per kvadratmeter exklusive kostnad för markförvärv. Nischers projekt ligger utanför storstadsområdena, vilket medför lägre markpriser. Upphandling sker av lokala markentreprenörer samt rikstäckande modulbyggare för att färdigställa byggnaden. Nischer Properties äger 20 procent i den lettiska modulbyggaren Conpro SIA, ett bolag som de samarbetar med i Sverige.

### Strategisk finansiering av nya projekt

När kostnaden för marken och huset är kända går Nischer Properties ut och säljer aktier i ett investeringserbjudande. Varje nytt projekt får ett aktiebolag, där bolaget sedan säljer 10-30 procent av aktierna till investerare med en årlig internränta på 14 procent. Detta brukar täcka kostnaden för markförvärvet och projektutvecklingen fram till byggstart. Nischer Properties slipper då belåna sig före byggstart. Samtidigt ger Nischer bort en del av framtida reavinster på projekten till investerarna.

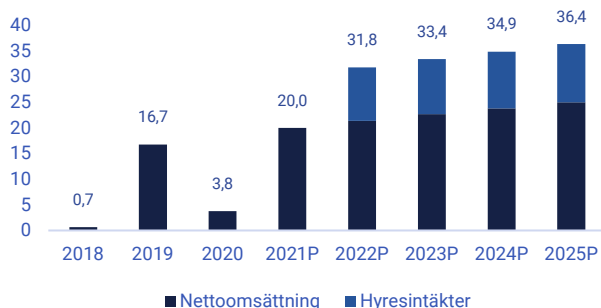
### Låg värdering gentemot jämförelsebara bolag

När projekten är färdigställda säljs de normalt till externa långsiktiga investerare. Kronoparken i Karlstad var det första projektet som blev inflyttningsklart i januari 2020 med Ledstången som köpare. Nischer Properties har beslutat att behålla några färdigställda hyresrättsfastigheter. Det första objektet som Nischer Properties ska behålla är Tanken på Frösön, Östersund. Genom att bygga upp en portfölj av förvaltningsfastigheter skapas ett stabilt kassaflöde. Förvaltande och byggande bolag som t.ex. K Fastigheter och K2A Knaust & Andersson värderas med betydande premier relativt sina substansvärden.

### Hög förväntad tillväxt under kommande år

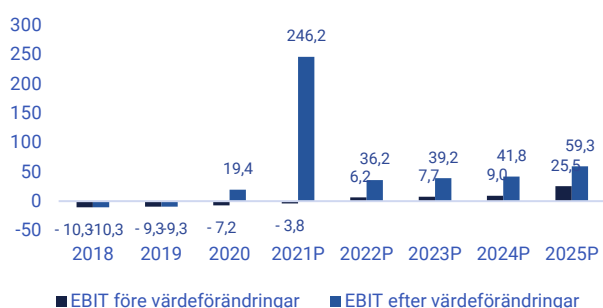
Nedan visas utfall 2018-2020 samt våra prognoser 2021-2025 för nettoomsättning och rörelseresultat (EBIT) i miljoner kronor.

#### Nettoomsättning och Hyresintäkter (MSEK), 2018-2025P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

#### EBIT-resultat (MSEK) 2018-2025P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Bolagets projektportfölj

Nischer Properties strävar efter att få kommunala markanvisningar genom att vara aktiva med förslag till kommunerna. På senare tid har bolaget också deltagit i några kommunala markanvisningstävlingar. Bolaget köper även byggbar mark från privata aktörer. I sådana fall avtalas normalt en tilläggsköpeskilling när detaljplanen vinner laga kraft.

Idag har bolaget en projektportfölj innehållande cirka 1200 bostäder från Göteborg i söder till Luleå i norr, varav omkring 480 stycken (Hörnett i Örnsköldsvik, Tanken-Frösön i Östersund samt Kronan i Luleå) omfattas av detaljplan. Detaljplaner väntas bli klara för bolagets projekt i Knivsta och Hudiksvall (totalt 180 lägenheter och radhus) senare under 2021. Bolaget eftersträvar en mix av hyres- och bostadsrätter, med en tyngdpunkt på det förstnämnda. Målet är att expandera byggrättsportföljen till 2000 bostadslägenheter.

En viktig strukturaffär var förvärvet av projektutvecklingsbolaget Nyhem som tillträdde den 31 januari 2019. Med det köpet följde Robert Vangstad som sedan 2020 är VD för koncernen. Förvärvet av Nyhem innebar också att bolagets projektportfölj utökades med de byggrätter i Järfälla (Tallbohov) som såldes av Nischer Properties i början av 2021 för 69 miljoner kronor med en reavinst på knappt 7 miljoner kronor. Denna transaktion gav också ett likviditetstillskott som gör att bolaget kan ta in Östersundsprojektet i den egna balansräkningen under andra halvåret 2022, givet en belåningsgrad på 50-60 procent. Ungefär 60 procent av Östersunds-fastigheten beräknas vara färdigställd per 31 december 2021. Det motsvarar drygt 100 miljoner kronor i färdigställt fastighetsvärde (av totalt 170 miljoner kronor när allt är färdigbyggt) då.

## Nischers bostadsbyggnadsprojekt

Nischer Properties söker projekt där de kan få investeringsbidrag som gör det möjligt att bygga med lönsamhet även utanför storstadsområdena. Investeringsbidraget uppgår normalt till omkring 6000 kronor per kvadratmeter BTA. För att få investeringsbidrag är den maximalt tillåtna nyproduktionshyran mellan 1350 och 1550 kronor per kvadratmeter och år. Utanför storstäderna är detta hyrestak ingen större uppoffring för hyresvärden. Detta då marknadshyran för lägenheter ligger nära hyrestaket och ibland till och med under det samma.

## Ekonomiska kalkyler i bolagets projekt

Nischer Properties målsättning är att ha byggkostnader på omkring 25 000 kronor per kvadratmeter BOA i sina bostadsprojekt. Att bygga stommen via olika modulbyggare kostar uppskattningsvis 1 550-1 600 Euro motsvarande omkring 16 000 kronor per kvadratmeter. Sedan tillkommer moms och administrationskostnader samt byggherrearvode etc. Detta är förhållandevis kostnadseffektivt jämfört med branschen som helhet. Men det finns andra bolag som exempelvis Amasten som via sitt dotterbolag Riki-Hus ligger på samma kostnadsnivå. Detta bolag bygger också enligt ett modulkoncept.

Byggtiden i det projekt i Kronoparken i östra Karlstad som bolaget sålde och avlämnade i januari 2020 pågick från oktober 2018. Att färdigställa fyra hus tog alltså femton månader. Nischer Properties sålde 128 lägenheter i Kronoparken i Karlstad om totalt 3232 kvadratmeter (25 kvadratmeter per lägenhet) för cirka 100 miljoner kronor med 20 procent vinstmarginal. Även om förutsättningarna i detta projekt var mycket gynnsamma utgör det ett riktmärke för bolagets andra projekt framöver. Givet en kostnadseffektiv produktionsmetod är en tumregel från andra bolag att avkastningen brukar ligga på omkring 10 procent vid renoveringsobjekt och något högre (10-15 procent) på nyproduktion. Rörelsemarginalen på byggentreprenaden när projektet avslutas brukar begränsa sig till omkring 5 procent.

## IFRS övergång synliggör värden

Nischer Properties hade fram till och med bokslutskommunikén 2020 inte avräknat några projektresultat förrän projekten varit färdigställda och använde då redovisningsmetoden K3 som inte beaktar marknadsvärdet på bolagets byggrätter. Detta även om bolaget har sålt minoritetsandelar i form av aktier i enskilda projektbolag till investerare och då fått betalt för marknadsvärdena på byggrätterna. Från 1 januari 2021 har Nischer gått över till en IFRS-redovisning där värdeförändringar på byggbar mark samt pågående byggprojekt ska värderas till aktuella marknadsvärden. Värdeförändringar påverkar det redovisade resultatet, vilket också innebär att eget kapital och balansräkningen sväller om värdena fortsätter att öka. Nischer redovisade 27 miljoner kronor i värdestegringsvinster helåret 2020, vilket ökade kraftigt till knappt 181 miljoner kronor under första halvåret 2021.

## Värdering

Genom att kombinera en jämförande värdering med sektorbolag utifrån tre nyckeltal kommer vi fram till ett motiverat värde för Nischer-aktie i basscenariot på 11,8 kronor för de kommande 6-12 månaderna. I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie om 16,9 kronor och i Bear-scenariot blir värdet 7,5 kronor per aktie.

## Motiverat värde inom ett intervall

I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 11,8 kronor för de kommande 6-12 månaderna. Det sker genom att kombinera en jämförande värdering med andra sektorbolag utifrån tre nyckeltal enligt nedanstående sammanställning.

### Multipelvärdering, basscenario

	Mcap	P/E	EV/EBIT	P/EK
Aros Bostad	2 106	35,4x	42,5x	2,6x
Besqab	2 561	7,4x	16,8x	1,5x
Bonava	10 997	14,1x	5,7x	1,5x
JM	22 351	12,2x	11,0x	2,9x
Nischer Properties	144	10,4x	7,4x	0,6x
Oscar Properties	1 170	15,5x	neg.	0,8x
Median-värden		13,2x	11,0x	1,5x
<b>Nischer-aktien (SEK) med 30% rabatt</b>	<b>11,8</b>	<b>11,9</b>	<b>10,1</b>	<b>13,3</b>

Källa: Refinitiv Eikon och Bolagsinformation

Tar vi aktuella nyckeltal från sex börsnoterade sektorbolag i tre kategorier (P/E, EV/EBIT och P/EK) och applicerar en storleksrabatt på 30 procent kommer vi fram till en motiverad riktkurs om 11,8 kronor/aktie i Nischer Properties (tidigare 12,9 kronor). Vi har då använt vår prognos för 2022 på Nischer Properties vad gäller P/E och sedan diskonterat tillbaka detta värde med ett år genom att använda en årlig diskonteringsränta om 13,12 procent. En härledning av denna diskonteringsränta återfinns på nästa sida. För EBIT har vi använt 2021 års prognos men justerat för 30 miljoner kronor istället för 250 miljoner kronor i värdeökningar på fastigheterna (30 miljoner kronor är 2022 års prognos vad gäller värdeökningar).

I Bear- respektive Bull-scenariona kommer vi fram till motiverade riktkurser om 7,5 kronor per aktie (tidigare 8,2 kronor) respektive 16,9 kronor per aktie (tidigare 18,6 kronor) enligt sammanställning nedan.

### Sammanställning värdering i tre scenarion

	Bas	Bear	Bull
Vinst per Nischer-aktie	1,3	0,9	1,7
P/E-tal för sektorn med 20-40% rabatt	9,2	7,9	10,5
<b>Motiverat värde på vinst per aktie</b>	<b>11,9</b>	<b>7,1</b>	<b>17,7</b>
EBITDA per Nischer-aktie	1,3	0,9	1,7
EV/EBITDA för sektorn, 20-40% rabatt	7,7	6,6	8,8
<b>Motiverad värdering på EBITDA</b>	<b>10,1</b>	<b>6,1</b>	<b>15,0</b>
Eget kapital per Nischer-aktien	12,8	10,4	15,2
P/EK för sektorn, 20-40% rabatt	1,0	0,9	1,2
<b>Motiverat DCF-värde</b>	<b>13,3</b>	<b>9,3</b>	<b>18,0</b>
Applicerat på vinst per aktie	33%	33%	33%
Applicerat på EBITDA	33%	33%	33%
Applicerat värde på EK	33%	33%	33%
Total vikt för samtliga tre värderingar	100%	100%	100%
<b>Värde per aktier i ett basscenario</b>	<b>11,8</b>	<b>7,5</b>	<b>16,9</b>

Källa: Carlsquare prognoser

## Substansberäkning av Nischers projekt och byggrättsvärden

Vi har lagt in Nischers olika bostadsprojekt kronologisk ordning efter beräknad projektstart 2021-2024 och räknat på en genomförandetid på drygt ett år i de flesta fall.

Givet en vägd diskonteringsränta om 13,12 procent (viktad 30 procent på antagen räntekostnad efter skatt om 7 procent samt 70 procent CAPM med ett eget kapital-avkastningskrav om 15,74 procent) kommer vi fram till ett nuvärde om 309 miljoner kronor i nuvärde marknadsvärde för byggrätterna i Nischers projekt. Det är i nivå med de knappt 319 miljoner kronor som byggrätterna är upptagna i Nischer Properties balansräkning per 30 juni 2021 enligt IFRS-redovisningsmetoden. Byggrättsvärderingarna av bolagets projekt motsvarar som lägst 1500-1600 kronor per kvm i Östersund och Hudiksvall till som högst cirka 5400 kronor per kvadratmeter i Knivsta och drygt 7200 kronor per kvadratmeter i Haninge. Denna nuvärdesberäkning av byggrätternas värde styrker alltså ungefärligen det bokförda egna kapitalet om 255 miljoner kronor i Nischers balansräkning per 30 juni 2021.

### Diskonteringsräntan enligt CAPM (på eget kapital) består av följande komponenter:

0,16 procent riskfri ränta på en tioårig svensk statsobligation, 6,7 procent generell marknadsrisk-premie enligt PwC:s riskpremiestudie i april 2021, 4,2 procent småbolagspremie enligt samma studie från PwC, ett beta-tal på 1,1 ggr samt ett företags-specifikt risktillägg om 3,59 procent.

Denna nuvärdesberäkning har inte belastats med centrala administrationskostnader om cirka 6 ½ miljoner kronor årligen från 2021, lika med minus 65 miljoner kronor givet vårt val av kalkylränta. Dessa ledningsresurser ska å andra sidan användas för att, förutom att genomföra nuvarande projekt, även ta fram nya projekt och därmed skapa ett restvärde av framtida byggrätter och projekt. Ett restvärde i modellen om 30 miljoner kronor per år från år 2026 motsvarar plus 142 miljoner kronor, dvs cirka 2,2 gånger nuvärdet av de centrala administrationskostnaderna i 2021 års kostnadsläge.



## Risker

Nischer Properties är ett litet bostadsutvecklingsbolag som verkar i en konkurrensutsatt bransch. Bolaget inriktar sig på andra delmarknader än de största aktörerna, där kapitalkravet inte är lika högt. Kalkylen för att bygga hyresrätter med investeringsbidrag är mycket god, även om lönsamheten till stor del är beroende av just detta bidrag.

### Beroende av nyckelpersoner

Bostadsutveckling kräver kunskap om tillvägagångsätt, liksom ett kontaktnät med kommuner, arkitekter, byggföretag, banker och investerare. Planprocessen kan bli lång och komplicerad. Nischer Properties har idag fem anställda, med VD Robert Vangstad och styrelseledamot David Aspehult som leder verksamheten. De ligger bakom den positiva utveckling som hittills har uppnåtts av bolaget. David Aspehult har också ett stort aktieägarande som utgör ett incitament att skapa värden för bolaget.

### Kostnad och kvalitet i byggproduktionen

En central del av en bostadsutvecklarens förädlingsvärde ligger i att hålla nere produktionskostnaden för de lägenheter som färdigställs. Detta uppnås i en upphandling av en entreprenad i konkurrens, där olika avtalsformer kan väljas. En totalentreprenad ger exempelvis säkra fasta kostnader för ett projekt. Nischer låter en modulbyggare genomföra en stor del av byggnationen exklusive markdelen. Det finns dock risker i genomförandet, framförallt när lägenhetskoncepten byggs de första gångerna, innan allt är intrimmat och faktorer välkända av byggherrar och entreprenörer.

Lönsamheten i Nischers hyresrättsprojekt är ofta förstärkt av det investeringsbidrag på cirka 6 000 kronor per kvadratmeter BTA som kan erhållas. Skulle detta investeringsbidrag försvinna skulle det avsevärt försämra lönsamheten framförallt för hyresrättsprojekt i medelstora regionstäder som t.ex. Örnköldsvik och Östersund.

### Värdet av byggrätter

Värdet av bolagets byggrätter är knuten till det högsta av de färdiga fastigheternas värde som antingen hyresrätts- eller bostadsrättslägenheter. Investerarnas sjunkande avkastningskrav på bostadshyresfastigheter under förvaltning har varit påtagligt de senaste åren. Bostadsbristen i de flesta regioner i Sverige gör att det i stort sett alltid varit möjligt att successivt höja hyran på bostadslägenheterna och ändå få nästan allt uthyrt. Värdet på byggrätter fungerar i princip som optioner där dessa stiger och sjunker i takt med förändrade bostadsrätts- eller hyresrättspriser som i sin tur påverkas av investerarnas avkastningskrav. Vidare ökar byggrättsvärdet mycket kraftigt när en detaljplan fastställs av kommunen, medan värdet dessförinnan är väsentligt lägre och framförallt mer osäkert. Huvuddelen av bolagets projekt ligger i kommuner med lägre och mindre volatila värden på byggrätterna. Dessutom förvärvat Nischer Properties byggrätterna i ett skede där planläggning är aktuell och inte i mer spekulativa syften. Skulle räntan och investerarnas avkastningskrav avsevärt öka skulle det negativt påverka värdet på bolagets byggrätter.

### Kapitalbehov

Fastighetsbranschen är mycket kapitalkrävande. Det gäller inte minst bostadsutveckling där bankernas möjlighet och vilja att ge lån är mindre jämfört med färdiga förvaltningsfastigheter. Bankernas möjlighet att låna ut påverkas av förändringar i den nationella och internationella kreditmiljön. Prisedgången på bostadsrätter under andra halvåret 2017 ökade bankernas försiktighet hos bankernas, något som delvis fortfarande lever kvar. Lägenhetsköparen har fått ett ökat medvetande om den motpartsrisk som man löper när ett avtal om köp av en ännu inte färdigställd bostadsrättslägenhet ingås med nya och oprövade bolag.

### Förvärv innebär både möjligheter och risker

Nischer Properties kan tänka sig att växa via förvärv av byggrätter, bolag och fastigheter. Förvärv kan ge en starkt positiv utveckling på värdet av det köpande bolag, men innebär samtidigt risker kopplad till målobjekten och det varaktiga värdet av desamma.

# Nyckeltal och räkenskaper

## Resultaträkning (TSEK)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	681	16 731	3 780	20 000	21 400	22 684	23 818	25 009
Hysesintäkter	0	0	0	0	10 400	10 712	11 033	11 364
Aktiverat arbete för egen räkning	0	78 418	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	2	1 791	9 386	7 500	3 790	4 867	5 847	21 907
Andel i intressebolags resultat	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>683</b>	<b>96 940</b>	<b>13 166</b>	<b>27 500</b>	<b>35 590</b>	<b>38 263</b>	<b>40 698</b>	<b>58 280</b>
Råvaror och förnödenheter mm	0	-86 338	0	0	0	0	0	0
Produktions- och driftskostnader	0	0	-11 565	-24 690	-20 330	-21 096	-21 794	-22 508
Driftskostnader fastighet	0	0	0	0	-1 950	-1 989	-2 029	-2 069
Övriga externa kostnader	-6 222	-11 094	0	0	0	0	0	0
Personalkostnader	-3 052	-5 998	0	0	0	0	0	0
Av- och nedskrivningar	-1 652	-402	-3 921	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-40	-2 437	-187	-100	-105	-110	-116	-122
Centrala administrationskostnader	0	0	-4 942	-6 500	-6 955	-7 372	-7 741	-8 051
Andel i intressebolags resultat	0	0	255	0	0	0	0	0
<b>Totala rörelsens kostnader</b>	<b>-10 966</b>	<b>-106 269</b>	<b>-20 359</b>	<b>-31 290</b>	<b>-29 340</b>	<b>-30 568</b>	<b>-31 679</b>	<b>-32 750</b>
<b>Rörelseresultat före värdeförändringar</b>	<b>-10 283</b>	<b>-9 329</b>	<b>-7 193</b>	<b>-3 790</b>	<b>6 250</b>	<b>7 695</b>	<b>9 019</b>	<b>25 530</b>
Värdeförändringar fastigheter	0	0	26 590	250 000	30 000	31 500	32 760	33 743
<b>Rörelseresultat efter värdeförändringar</b>	<b>-10 283</b>	<b>-9 329</b>	<b>19 397</b>	<b>246 210</b>	<b>36 250</b>	<b>39 195</b>	<b>41 779</b>	<b>59 273</b>
Ränteintäkter	110	0	73	625	500	535	572	613
Räntekostnader	-2 020	-239	-67	-3 330	-1 915	-1 915	-1 915	-1 915
<b>Finansnetto</b>	<b>-1 910</b>	<b>-239</b>	<b>6</b>	<b>-2 705</b>	<b>-1 415</b>	<b>-1 380</b>	<b>-1 343</b>	<b>-1 302</b>
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-12 193</b>	<b>-9 568</b>	<b>19 403</b>	<b>243 505</b>	<b>34 835</b>	<b>37 815</b>	<b>40 436</b>	<b>57 971</b>
Skatt	0	-1089	-5476	-53425	-6180	-6489	-6749	-6951
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-12 193</b>	<b>-8 479</b>	<b>24 879</b>	<b>190 080</b>	<b>28 655</b>	<b>31 326</b>	<b>33 688</b>	<b>51 020</b>
Minoritetens andel av resultatet	-20	1 105	-402	-450	0	0	0	0
Resultat hänförligt till moderbolag	-12 173	-9 584	25 281	190 530	28 655	31 326	33 688	51 020
<b>Vinst per aktie</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Genomsnittligt antal aktier (milj st)	18,2	18,2	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Vinst per aktie	neg.	neg.	1,26	9,51	1,43	1,56	1,68	2,55
<b>Tillväxt</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Nettoomsättning	-32,2%	2357%	-77,4%	4,29	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Totala intäkter	-32,1%	14093%	-86,4%	1,09	29,4%	7,5%	6,4%	43,2%
Rörelseresultat före värdeförändringar	-44,7%	-9,3%	-22,9%	-47,3%	-265%	23,1%	17,2%	183%
Rörelseresultat efter värdeförändringar	-44,7%	-9,3%	-307,9%	1169%	-85,3%	8,1%	6,6%	41,9%
Resultat efter finansnetto	-35,7%	-21,5%	-302,8%	1155%	-85,7%	8,6%	6,9%	43,4%
Resultat efter skatt	-35,7%	-30,5%	-393,4%	664%	-84,9%	9,3%	7,5%	51,4%
<b>Marginaler</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Bruttomarginal	100%	10,9%	12,2%	10,2%	42,9%	44,9%	46,5%	61,4%
EBIT-marginal före värdeförändringar	neg	neg	neg	neg	17,6%	20,1%	22,2%	43,8%
EBIT-marginal efter värdeförändringar	neg	neg	147%	895%	101,9%	102,4%	102,7%	101,7%
EBT-marginal	neg	neg	147%	885%	97,9%	98,8%	99,4%	99,5%
Nettovinstmarginal	neg	neg	189%	691%	80,5%	81,9%	82,8%	87,5%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



**Balansräkning (MSEK)**

	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Immateriella Anläggningstillgångar	10	0	0	0	0	0	0	0
Materiella Anläggningstillgångar	0	293	82 654	3 000	6 150	9 458	12 897	16 475
Förvaltningsfastigheter			83 832	475 712	565 962	596 292	621 949	633 471
Nyttjanderättstillgångar			1 135	994	994	994	994	994
Finansiella Anläggningstillgångar	133	3 513	5 991	6 441	3 390	2 779	-44	-3 030
Uppskjutet skattefordran	0	0	2	2	2	2	2	2
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>143</b>	<b>3 806</b>	<b>173 615</b>	<b>486 150</b>	<b>576 499</b>	<b>609 525</b>	<b>635 800</b>	<b>647 912</b>
<b>Omsättningstillgångar</b>								
Pågående arbeten	43 142	88 771	0	0	0	0	0	0
Avtalstillgångar			0	0	0	0	0	0
Övriga fordringar	5 677	20 551	2 619	2 619	2 619	2 619	2 619	2 619
Likvida medel	4 096	8 783	1 059	28 063	11 889	22 168	38 761	71 466
<b>Summa Omsättningstillgångar</b>	<b>52 915</b>	<b>118 105</b>	<b>3 678</b>	<b>30 682</b>	<b>14 508</b>	<b>24 787</b>	<b>41 380</b>	<b>74 085</b>
<b>Summa Tillgångar</b>	<b>53 058</b>	<b>121 911</b>	<b>177 293</b>	<b>516 832</b>	<b>591 006</b>	<b>634 312</b>	<b>677 179</b>	<b>721 998</b>
Eget Kapital hänförligt till moderföretagets ägare	6 576	20 274	95 944	309 274	337 929	369 255	402 943	453 962
Innehav utan bestämmande inflytande	10	2 162	134	7 684	12 684	17 864	20 064	6 564
<b>Långfristiga skulder</b>								
Skulder till kreditinstitut	37 000	0		86 998	120 998	120 998	120 998	120 998
Leasingskuld			531	531	531	531	531	531
Uppskjutet skatteskuld	0	568	17 269	68 769	74 949	81 438	88 187	95 138
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>37 000</b>	<b>568</b>	<b>17 801</b>	<b>156 298</b>	<b>196 478</b>	<b>202 967</b>	<b>209 716</b>	<b>216 667</b>
<b>Kortfristiga skulder</b>								
Skatteskulder	83	1 251	152	150	150	150	150	150
Skulder till kreditinstitut	0	73 000						
Leasingskuld			566	566	566	566	566	566
Övriga kortfristiga skulder	8 712	22 859	62 696	42 859	43 199	43 510	43 741	44 088
Avsättningar	677	1 797						
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>9 472</b>	<b>98 907</b>	<b>63 414</b>	<b>43 575</b>	<b>43 915</b>	<b>44 226</b>	<b>44 457</b>	<b>44 804</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>53 058</b>	<b>121 911</b>	<b>177 293</b>	<b>516 832</b>	<b>591 006</b>	<b>634 312</b>	<b>677 179</b>	<b>721 998</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2 018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Balanslikviditet	5,6	1,2	0,1	0,7	0,3	0,6	0,9	1,7
Kassalikviditet	1,0	0,3	0,1	0,7	0,3	0,6	0,9	1,7
<b>Soliditet</b>	<b>2 018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Nettoskuld (-)/Nettokassa (+)	-32,90	-64,22	1,06	-58,94	-109,11	-98,83	-82,24	-49,53
Nettoskuld/EBITDA	-0,4%	-0,7%	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%
Nettoskuld/EK	0,5%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Skuld/EK	562,7%	360,1%	0,0%	28,1%	35,8%	32,8%	30,0%	26,7%
Soliditet	12,4%	16,6%	54,1%	59,8%	57,2%	58,2%	59,5%	62,9%
<b>Lönsamhetsmått</b>	<b>2 018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Avkastning på totalt kapital	-19,2%	-7,7%	11,0%	47,8%	6,2%	6,3%	6,3%	8,3%
Avkastning på eget kapital	-185,4%	-47,2%	20,2%	78,7%	10,3%	10,2%	10,0%	12,8%
Avkastning på investerat kapital	-28,0%	-36,9%	21,8%	40,2%	5,2%	5,3%	5,3%	7,5%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (TSEK)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten:</b>								
Rörelseresultat före värdeförändringar	-10 283	-9 329	-7 200	-3 790	6 250	7 695	9 019	25 530
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet	1 653	2 380	15 448	0	0	0	0	0
Betald inkomstskatt	-96	0	0	-2	0	0	0	0
Betald ränta och finansiella poster	-861	-239	30	-2 705	-1 415	-1 380	-1 343	-1 302
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten:</b>	<b>-9 587</b>	<b>-7 188</b>	<b>8 278</b>	<b>-6 497</b>	<b>4 835</b>	<b>6 315</b>	<b>7 676</b>	<b>24 228</b>
<b>Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital</b>								
Investeringar i pågående projekt	-36 142	-45 629	61 315	-22 149	-68 250	-13 650	-15 698	-6 279
Förändringar av varulager/pågående arbeten	0	0	5 940	-500	2 000	2 060	2 122	2 185
Förändringar av kortfristiga fordringar	-965	-18 874	0	50	51	51	51	51
Förändringar leverantörsskulder	6 305	5 114	41 093	250	260	270	281	292
Förändring av kortfristiga skulder	459	11 141	-2 188	-150	80	40	-50	55
<b>Kassaflöde efter förändringar i rörelsekapital</b>	<b>-39 931</b>	<b>-55 436</b>	<b>114 438</b>	<b>-28 996</b>	<b>-61 024</b>	<b>-4 913</b>	<b>-5 617</b>	<b>20 533</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>								
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	0	283	-52 734	-3 000	-3 150	-3 308	-3 440	-3 577
Försäljning av materiella anläggningstillgångar	155	0		0	0	0	0	0
Investeringar i finansiella anläggningstillgångar			-2 486	0	1 000	-1 500	650	
Transaktioner med minoritet	6 711	23 272	2 273	8 000	13 000	20 000	25 000	15 000
<b>Kassaflöde investeringsverksamheten</b>	<b>6 866</b>	<b>23 555</b>	<b>-52 947</b>	<b>5 000</b>	<b>10 850</b>	<b>15 193</b>	<b>22 210</b>	<b>12 173</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>								
Upptagna lån	37 000	36 568		51 000	34 000			
Amorterade lån			-73 568					
Nyemission			4 353					
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>3 935</b>	<b>4 687</b>	<b>-7 724</b>	<b>27 004</b>	<b>-16 174</b>	<b>10 279</b>	<b>16 593</b>	<b>32 705</b>
<b>Likvida medel vid periodens början</b>	<b>161</b>	<b>4 096</b>	<b>8 783</b>	<b>1 059</b>	<b>28 063</b>	<b>11 889</b>	<b>22 168</b>	<b>38 761</b>
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>4 096</b>	<b>8 783</b>	<b>1 059</b>	<b>28 063</b>	<b>11 889</b>	<b>22 168</b>	<b>38 761</b>	<b>71 466</b>
<b>kat</b>								
Kassaflöde löpande verksamhet/nettoomsättning	-1407,8%	-43,0%	219,0%	-32,5%	22,6%	27,8%	32,2%	96,9%
Kassaflöde löpande verksamhet/tillgångar	-18,1%	-5,9%	4,7%	-1,3%	0,8%	1,0%	1,1%	3,4%

Källa: Bolagsinformation 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 Jonatan Andersson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.