

Uppföljning: Kv4 2020

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

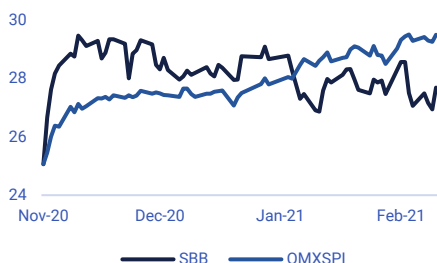
VD: Ilija Batljan
 SO: Lennart Schuss
www.sbbnorden.se

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 27,92 kr
 Marknadsvärde: 37 119 mkr (exkl. preferens och D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
 Reuters Eikon: SBBB.ST

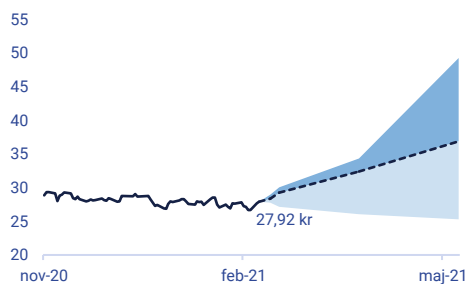
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	-5,0	-2,6	18	1,2

Källa: Thomas Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	25,3	36,9	49,3
Upp-/nedsida	-10%	32%	77%

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Större värdelyft på fastigheterna än väntat

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden ("SBB") redovisade cirka 3,3 miljarder kronor i värdeökning på fastigheter under det fjärde kvartalet 2020, jämfört med vår prognos om 1,2 miljarder kronor. Vi höjer vår riktkurs i Bas-scenariot till 36,9 kronor per stamaktie jämfört med tidigare 34,3 kronor.

Lägre avkastningskrav och fastighetsutveckling lyfter resultatet

SBB fortsatte att rapportera ovanligt stora värdeökningar på fastigheter under kv4/2020. Detta kvartal var det bostäderna som trots att de endast utgör cirka 20 procent av portföljen stod för cirka 50 procent av värdeökningen. Sett på helåret 2020 blir fördelningen mellan samhällsfastigheter och bostäder mer jämn och hamnar runt tio procent i årstakt i värdelyft för vardera segment. Ungefär en fjärdedel av denna värdeökning förklaras av fastighetsutvecklingsarbete (om- och nybyggnad inklusive höjda hyror). Lönsamheten i bostadsprojekten är stigande och bolaget har med sina 34 000 byggrätter (nya lägenheter) en stor reserv att ta fram vinster under kommande år.

Hysesintäkterna hamnade något högre än vår prognos, medan driftnettot till följd av säsongsmässigt höga drifts- och underhållskostnader understeg vår prognos. Om vi tittar framåt mot prognoser för 2021 ligger bolagets löpande intjäningsförmåga något lägre före värdeförändringar än våra tidigare bedömningar. Vi justerar våra prognoser utifrån detta, men höjer samtidigt våra värdeförändringsprognoser för fastighetsbeståndet, så att resultat efter finansnetto blir högre, framför allt för kv1/2021. Förändringarna under övriga kvartal (2-4) 2021 blir däremot mindre totalt sett.

Den genomsnittliga räntekostnaden för koncernens låneportfölj uppgick till 1,3 procent per 31 december 2020 och ger därmed ett bra arbitrage vid köp av nya fastigheter. Bolaget siktar på att ha ett fastighetsvärde på 125 miljarder kronor om några år och är redan uppe i 100 miljarder kronor inklusive Offentliga Hus där SBB har förvärvat aktiemajoriteten och lagt ett bud på utestående aktier.

SBB hade en kassa på cirka 13,6 miljarder kronor per 31 december 2020 och är därmed kraftigt överkapitaliserat, vilket sänker intjäningsförmågan. Nya förvärv lär därför komma, sannolikt redan under första kvartalet 2021 där bolaget utvärderar köp av samhällsfastighetsportföljer i Finland och Danmark.

Vi höjer det motiverade värdet i basscenariot till 36,9 kronor per stamaktie (tidigare 34,3 kronor). Det beror främst på ett högre substansvärde i aktien samt en högre värdering av den börsnoterade fastighetssektorn över lag, jämfört med vår senaste uppdatering efter kv3/2020-rapporten.

Nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Hysesintäkter	1 996	5 121	5 724	6 469	6 935
Driftnetto	1 265	3 479	4 072	4 640	4 974
Resultat före skatt	3 137	10 341	7 731	7 303	5 726
Resultat per stam-aktie (SEK)	3,30	5,74	3,97	3,65	3,59
P/E	7,2x	5,0x	7,0x	7,6x	7,8x
EK/aktie (exkl.hybrid) (SEK)	21,2	28,3	32,8	36,7	38,8
P/EK	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
Utdelning SEK/stam-aktie	0,60	1,00	1,10	1,20	1,30

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

SBB levererade ännu ett kvartal med väsentligt högre värdeökningar på fastigheter än våra prognoser. Närmare hälften av värdeökningarna (cirka 1,5 av 3,3 miljarder kronor i kv4/2020) var hänförliga till bostadsportföljen som bara utgör cirka 20 procent av SBB:s fastighetsportfölj värdemässigt. Ytterligare 1,2 miljarder kronor i värdeökningar fastigheter har identifierats i förvärv och projekt (bostäder) som har genomförts efter årsskiftet 2020/21. Bostadsandelen i SBB:s portfölj lär växa framöver i takt med att bolaget slutför nya byggprojekt, där bolaget har byggrätter för 34 000 lägenheter.

Stora värdeökningar på bostadsfastigheter

Vi underskattade återigen värdeökningstakten i SBB:s bestånd. Utfallet på cirka 3,3 miljarder kronor motsvarar en värdeökning om cirka 3,8 procent för hela beståndet i genomsnitt. Nedbrutet på segment blir det cirka 9,2 procent värdeökning för bostadsdelen och cirka 2,5 procent för samhällsfastigheter och övrigt under kv4/2020. Motsvarande siffror för helåret 2020 är cirka 10,5 procent värdeökning för hela SBBs fastighetsportfölj, cirka 12,6 procent för bostadsportföljen och cirka 9,9 procent för samhällsfastigheter och övrigt.

Mycket höga siffror med andra ord, där fastighetsutvecklingsdelen har stått för omkring en fjärdedel av värdeökningen om totalt cirka 8,5 miljarder kronor under helåret 2020. Bolagets målsättningar inom fastighetsutveckling, transaktioner samt renoveringar innebär att intjäningsförmågan (tolv månader framåt) ökar från cirka 1,4 kronor per stamaktie enbart räknat på förvaltningsresultat till omkring tre kronor per stamaktie. Sett till detta mått handlas SBB-aktien alltså till endast cirka 9x denna intjäningsförmåga.

Däremot blev driftnettot i kv4/2020 cirka åtta procent lägre än vi förutspått. Förutom att fjärde kvartalet säsongsmässigt har högre uppvärmningskostnader var även underhållskostnader högre än vår prognos.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) har på fyra år expanderat till att idag ha en fastighetsportfölj värd cirka 91 miljarder kronor med huvudsakligen statliga och kommunala hyresgäster. Genom nya köp av fastigheter som ger ett arbitrage i förhållande till lägre räntekostnader ökar bolagets intjäningsförmåga successivt. Ytterligare en komponent i bolagets intjäningsförmåga är om- och nybyggnation av samhällsfastigheter och bostäder.

Utfall och prognos kv4, 2020 (MSEK)

	Kv4, 2020A	Kv4 2020P	Diff.
Hysesintäkter	1253	1228	2%
Driftskostnader	-244	-208	17%
Underhåll	-105	-86	22%
Förvaltningsadministration	-67	-32	111%
Fastighetsskatt	-27	-23	15%
Driftnetto	810	879	-8%
Centraladministration	-50	-50	0%
Resultat från intresseföretag/JV	16	16	0%
Resultat före finansiella poster	776	845	-8%
Ränteintäkter och räntekostnader	-134	-134	0%
Kostnader förtidslösen lån	0	0	0%
Valutakursdifferenser	30	30	0%
Leasingkostnader	672	741	-9%
Resultat efter finansnetto	-134	-134	0%
Värdoförändringar fastigheter	3294	1200	175%
Värdoförändringar derivat	61	0	n.m.
Resultat före skatt	4027	1941	107%
Aktuell skatt	-73	-70	n.m.
Uppskjuten skatt	-776	-346	125%
Periodens resultat	3178	1526	108%
Omräkningsdifferenser	0	0	0%
Periodens totalresultat	3178	1526	108%
Vinst per stamaktie (kronor)	2,46	1,02	141%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Ökad lönsamhet i bostadsprojekt framöver

Generellt har de börsnoterade svenska fastighetsbolagen fortsatt att rapportera värdeökningar på sina fastigheter under kv4/2020. Bilden är dock splittrad där framför allt hotell och handelsfastigheter samt i viss mån även kontor haft en svagare utveckling jämfört med samhällsfastigheter och bostäder.

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

I SBB:s fall är det bostadsandelen i portföljen som får en ökad betydelse. Lönsamheten i att genomföra renoverings- och nybyggnadsprojekt ökar som en följd av de allmänna värdeökningar som sker på förvaltade färdigbyggda bostadsfastigheter. En omställning i vad som byggs på bostadssidan har skett sedan den senaste toppen 2017, då exklusiva bostadsrätter var högsta mode. Idag handlar det mer om hyresbostäder eller bostadsrätter i mer modesta prislägen där efterfrågan är högst.

Vad gäller förvaltningsdelen i SBBs resultat för kv4/2020, så var som tidigare nämnt driftnettot cirka åtta procent lägre än våra prognoser. Men det hindrar inte att bolaget har höjt sin överskottsgrad i den löpande förvaltningen med 4-5 procent-enheter om vi jämför 2019 med 2020. Förvärv som den av den finländska vårdportföljen med närmast triple-net-hyresavtal under kv4/2020 höjer också, allt annat lika, överskottsgraden i det samlade beståndet.

Nyheter under kv4/2020 samt 1 januari-23 februari 2021:

SBB har fortsatt sin expansion via förvärv, men även ett ökat fokus på projektutveckling av egna fastigheter samt fastigheter ofta förvärvade direkt från svenska kommuner. Bolagets expansion kan ske tack vare dess förbättrade finansiella styrka, där målet är en högre kreditrating och därmed lägre årliga räntekostnader. Detta uppnås bland annat genom emissioner av olika finansiella instrument som hybridobligationen med flera.

En sammanfattning av viktiga händelser under och efter det fjärde kvartalet 2020:

- Bolaget förvärvade en vårdfastighetsportfölj i Finland för 222 miljoner Euro till cirka sex procents direktavkastning. Överskottsgraden (driftnetto dividerat med hyresintäkter) i denna portfölj är cirka 95 procent.
- I Skellefteå köpte SBB totalt cirka 890 lägenheter från det allmännyttiga bolaget Skebo för 1,3 miljarder kronor. Dessutom ska tre miljarder kronor investeras i 1 500 nya bostadslägenheter via gemensamt framtagna byggrätter.
- Ett samriskbolag bildades med Magnolia Bostad för utveckling av förvaltningsfastigheter. I ett inledande skede äger detta JV-bolag 2 500 hyresrätter.
- Den 6 november 2020 förvärvade SBB 100 procent i Sveafastigheter Bostad för 2,77 miljarder kronor. Här finns en utvecklingsportfölj om cirka 6 000 bostadslägenheter i Stockholmsregionen. -
- SBB tog den 18 december 2020 kontroll över aktiemajoriteten (cirka 54,3 procent) i det börsnoterade Offentliga Hus AB och lade därefter ett budpliktsbud på övriga aktier i Offentliga Hus den 20 januari 2021. Givet full accept adderas samhällsfastigheter för cirka 9,3 miljarder kronor med en direktavkastning på cirka 4,3 procent till SBB-koncernens totala fastighetsportfölj.
- Bolaget har fortsatt sin resa mot lägre genomsnittliga räntekostnader (1,31 procent per 31 december 2020). Det har skett genom upptagande av nya lån och hybridobligationer om totalt 1 200 miljoner Euro under det fjärde kvartalet 2020.
- Per bokslutsdagen (31 december 2020) hade SBB-koncernen en kassa på extremt höga 13,6 miljarder kronor. En del av denna kassa har sannolikt avsett Entra-budet (där Balder för närvarande äger 25 procent av aktierna). Men SBB kommer att gå vidare med budet på resterande aktier i Offentliga Hus motsvarande en kontant köpeskilling om cirka 1,3 miljarder kronor. Därtill kommer cirka 17,9 miljoner SBB D-aktier att emitteras till kvarvarande minoritetsaktieägare i Offentliga Hus som delbetalning.
- SBB utvärderar för närvarande förvärv av samhällsfastighetsportföljer i Finland och Danmark. Geografiskt ligger dessa fastigheter främst i olika universitets- och regionstäder i de bägge länderna. Notabelt är att SBB räknar en alternativkostnad (uteblivna intäkter om 1,3 procent motsvarande bolagets räntekostnad) på sin kassa. Detta talar för att dessa och flera andra affärer snart kommer att genomföras.

Investment case, prognoser och värdering

SBB i Norden har expanderat sin portfölj av samhällsfastigheter kraftigt de senaste fem åren, senast i slutet av 2019 med budet på konkurrenten Hemfosa samt kring senaste årsskiftet av Offentliga Hus. Samhällsfastigheter har en lägre motpartsrisk än kommersiella fastigheter, vilket har visat sig värdefullt i den nuvarande konjunkturavmattningen. Bolaget har ett bra arbitrage (2,4 procentenheter) mellan 3,7 procent i direktavkastning på fastighetsportföljen (indirekt via börsvärderingen) och 1,3 procent i räntekostnader på sina lån. SBB-aktien är relativt lågt värderad på intjäningsförmågan och något högre i förhållande till sitt substansvärde. Vi höjer vår riktkurs för stamaktien till 36,9 kronor (tidigare 34,3 kronor).

Samhällsfastigheter innebär ökad trygghet

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 91 miljarder kronor, som inom kort kommer att öka till cirka 100 miljarder kronor inräknat Offentliga Hus portfölj. 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 SBBs fastighetsvärde cirka 70 procent i Sverige, cirka 19 procent i Norge, cirka 10 procent i Finland och cirka en procent i Danmark per 31 december 2020.

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 SBBs 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 konjunktur känsliga hyresgäster och offentliga hyresgäster har blivit tydligare i den konjunkturavmattning som inleddes i samband med utbrottet av Covid-pandemin i februari/mars 2020. Tidigare premierades bolag som ägde kontors- och butiksfastigheter i centrala Stockholm och Göteborg där hyresnivån steg snabbt i en stark konjunktur med brist på nya lokaler. Nu är läget det omvända med ett tryck nedåt på hyrorna i takt med att vakanserna inom dessa segment stiger. Samhällsfastigheter och bostäder är däremot mindre påverkade av nuvarande omställning. Bostäder har även fått en renässans som en andra arbetsplats i takt med att jobba-hemifrån-trenden har växt som en följd av pandemin.

Stabila hyresgäster premieras i osäkra tider.

Fastighetsutveckling

SBB har gradvis höjt sina mål för intjäning via fastighetsutveckling samt renoveringar av bostäder till totalt 1 800 miljoner kronor motsvarande 1,35 kronor per SBB stamaktie per 31 december 2020. Fastighetsutveckling bidrog med cirka 2,2 miljarder kronor av SBB-koncernens resultat för helåret 2020. Bolaget har byggrätter för cirka 34 000 bostadslägenheter med ett fokus på Stockholmsregionen.

Årliga fastighetsutvecklingskostnader motsvarande en vinst om 1,35 kronor per stamaktie i SBB

Att utveckla bostäder ger en mycket bra kalkyl för fastighetsägaren, med förvärv via byggrätter kring 5,5 procent direktavkastning och avyttringar inom intervallet 3,0 till 3,5 procent direktavkastning. Här spelar den senaste tidens värdeökning på bostadsfastigheter in vilket ökar värdetillväxten avsevärt efter genomförda projekt. Avkastningen på renoveringar av lägenheter ligger normalt inom intervallet 10-15 procent på obelånat kapital. I praktiken blir avkastningen omkring dubbelt så hög till följd av belåning. Andelen bostäder i SBB-koncernens portfölj kommer sannolikt att öka under de närmaste åren för nuvarande cirka 20 procent till indikativt 25 procent. Byggrätter för 34 000 bostadslägenheter motsvarar ett bedömt produktionsvärde om cirka 50 miljarder kronor fördelat över sju till åtta års genomförandetid.

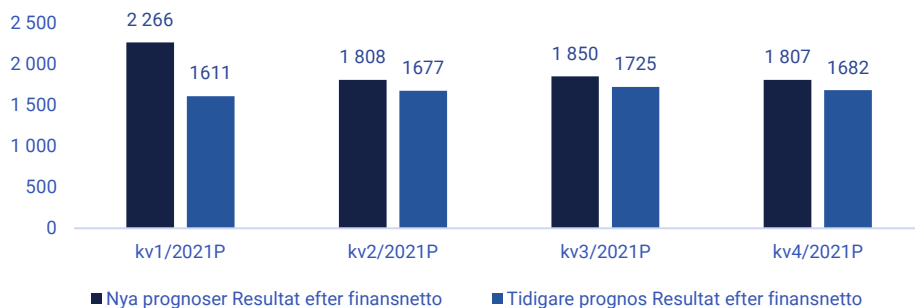
Mycket bra avkastning på bostadsutvecklingsprojekt efter värdeökningar och en ökad efterfrågan

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 helåret 2021

Vi utgår från av bolaget kommunicerad intjäningsförmåga per 31 december 2020, där hyresintäkterna är lägre än våra tidigare prognoser. Därefter justerar vi för antagna förvärv, där Offentliga Hus antas konsolideras mot slutet av kv1/2021. Sammantaget betyder det att förvaltningsresultatet blir lägre än tidigare. Samtidigt höjer vi våra prognoser för värdeförändringar, vilket netto gör att resultat efter finansnetto blir högre. Framför allt gäller det kv1/2021 där vi antar att merparten av de identifierade värdeökningarna på 1,1 miljarder kronor i affärer efter årsskiftet 2020/2021 inkluderas i resultaträkningen.

Prognosförändring, resultat efter finansnetto kv1/2021P-kv4/2021P (MSEK)

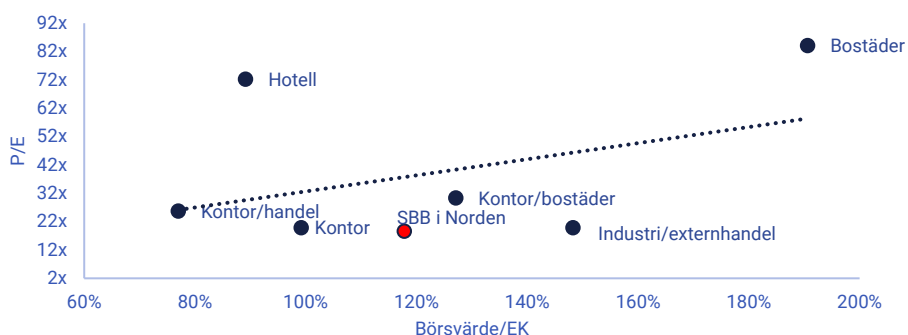


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Vi har sammanställt nyckeltalen för 30 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedanstående graf illustrerar att SBB-aktien värderas jämförelsevis lågt, framför allt i förhållande till de svenska bostadsbolagen.

Nyckeltalsvärdering efter kategori av fastighetsbolag



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare (beräkningar)

SBB handlas fortfarande till rabatt med referensgrupp

SBB-aktien värderas till en substanspremie om sex procent räknat efter tio procent latent skatt på övervärden fastigheter. Det är väsentligt lägre än fastighetssektorn där bolagen (aktierna) i genomsnitt och viktat efter börsvärde handlas till 30 procent premie på substansen. P/E-talsmässigt (värdering av resultat efter schablonskatt exklusive värdeförändringar) så ligger SBB på P/E 19x jämfört med sektorns genomsnitt om 32x, alltså en rejäl rabatt. Då bostadsbolagen värderas mycket högt är fastighetssektorns oviktade medianvärden dock lägre, P/E 23x och 13 procent premie på substansvärdena. Den höga värderingen av bostadsbolagen är samtidigt intressant och relevant för SBB-aktiens del, då 20 procent av bolagets fastighetsportfölj består av bostäder.

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

Vi får en motiverad riktkurs om 36,9 kronor per stamaktie i basscenariot (tidigare 34,3 kronor/aktie). Den höjda riktkursen förklaras främst av ett högre substansvärde och högre värdering av fastighetssektorn i stort samt i viss mån även av ett högre DCF-värde.

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 25,3 kronor per stamaktie (tidigare 24,2 kronor/stamaktie).

I ett optimistiskt Bull-scenario beräknas ett motiverat värde om 49,3 kronor per stamaktie (tidigare 46,4 kronor/stamaktie).

Värdering (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie	1,5	1,5	1,5
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt)	32,0	25,6	38,4
Motiverat värde, intjäning per aktie	48,7	38,9	58,4
Substansvärde, SBB-aktien	26,0	20,8	31,3
Genomsnittlig P/JEK fastighetsbolag	129%	103%	155%
Motiverad värdering på substans per aktie	33,7	21,6	48,5
Motiverat DCF-värde	24,6	17,2	31,9
Applicerat på intjäning	40%	30%	50%
Applicerad vikt för substansvärde	30%	35%	25%
Applicerat värde på DCF-värde	30%	35%	25%
Total vikt för båda värderingarna	100%	100%	100%
Värde per aktier i ett basscenario	36,9	25,3	49,3

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning Kv3 2020-Kv4 2021P (MSEK)

	Kv3 2020	Kv4 2020	Kv1 2021P	Kv2 2021P	Kv3 2021P	Kv4 2021P
Hysesintäkter	1 204	1 253	1 357	1 404	1 443	1 520
Driftskostnader	-204	-244	-257	-245	-220	-266
Underhåll	-76	-105	-68	-64	-82	-115
Förvaltningsadministration	-46	-67	-51	-46	-50	-73
Fastighetsskatt	-26	-27	-30	-28	-28	-29
Driftsnetto	852	810	951	1 021	1 063	1 037
Centraladministration	-79	-51	-45	-45	-45	-46
Förvärvs- och omstruktureringkostnader	-8	-3	0	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	27	102	38	16	16	16
Rörelseresultat före värdeförändringar	792	858	944	991	1 034	1 007
Finansnetto	-172	-193	-173	-177	-181	-189
Övriga finansiella kostnader	57	208	-5	-6	-3	-11
Förvaltningsresultat	677	873	766	808	850	807
Värdeförändringar fastigheter + upplösning goodwill	3 448	3 265	1 500	1 000	1 000	1 000
Värdeförändringar derivat	-2	61	0	0	0	0
Resultat före skatt	4 123	4 199	2 266	1 808	1 850	1 807
Aktuell skatt	-39	-73	-91	-72	-74	-72
Uppskjuten skatt	-945	-776	-376	-300	-307	-300
Periodens resultat	3 139	3 350	1 799	1 436	1 469	1 435
Förvaltningsresultat efter betald skatt	638	800	675	736	776	735
Resultat hänförligt stam A och B	2 713	3 163	1 546	1 174	1 203	1 160
Resultat just. för värdeförändringar, hänförligt till stam	-733	-163	94	222	251	209

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

Resultaträkning, helår 2019-2023P (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Hysesintäkter	1 996	5 121	5 724	6 469	6 935
Driftskostnader	-471	-987	-989	-1 095	-1 173
Underhåll	-115	-323	-329	-363	-396
Förvaltningsadministration	-104	-217	-220	-243	-255
Fastighetsskatt	-41	-115	-115	-128	-137
Driftsnetto	1 265	3 479	4 072	4 640	4 974
Centraladministration	-136	-224	-181	-185	-189
Förvärvs- och omstrukturingskostnader	-83	-52	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	92	144	86	69	71
Rörelseresultat före värdeförändringar	1 138	3 347	3 976	4 524	4 856
Finansnetto	-380	-807	-720	-795	-853
Övriga finansiella kostnader	-113	-66	-26	-26	-27
Förvaltningsresultat	645	2 474	3 231	3 703	3 976
Värdeförändringar fastigheter	2 453	8 074	4 500	3 600	1 750
Värdeförändringar derivat	39	-207	0	0	0
Resultat före skatt	3 137	10 341	7 731	7 303	5 726
Aktuell skatt	-34	-164	-309	-292	-286
Uppskjuten skatt	-479	-1 093	-1 283	-1 212	-893
Periodens resultat	2 624	9 084	6 138	5 799	4 546
Förvaltningsresultat efter betald skatt	611	2 310	2 922	3 411	3 690
Resultat hänförligt stam A och B	2 518	7 291	5 276	4 853	3 579
Resultat just. för värdeför. hänför. stam	26	-576	776	1 253	2 115
Tillväxt	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Hysesintäkter	19%	157%	12%	13%	7%
Driftsnetto	18%	175%	17%	14%	7%
Rörelseresultat före värdeförändringar	16%	194%	19%	14%	7%
Förvaltningsresultat	101%	284%	31%	15%	7%
Resultat före skatt	65%	230%	-25%	-6%	-22%
Periodens resultat	55%	246%	-32%	-6%	-22%
Marginaler	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Överskottsgrad	63%	68%	71%	72%	72%
EBIT-marginal före värdeförändringar	57%	65%	69%	70%	70%
Förvaltningsresultat-marginal	32%	48%	56%	57%	57%
Resultat före skatt-marginal	157%	202%	135%	113%	83%
Resultat efter skatt-marginal	131%	177%	107%	90%	66%

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

Balansräkning, helår 2019-2023P (MSEK)

	2 019	2020	2021P	2022P	2023P
Immateriella anläggningstillgångar	6 687	6 319	6 319	6 319	6 319
Förvaltningsfastigheter	79 542	90 185	114 685	128 285	137 535
Nyttjanderätt tomträtt	445	614	614	614	614
Inventarier	21	22	26	31	37
Summa materiella anläggningstillgångar	86 695	97 140	121 644	135 249	144 505
Andel i intresseföretag/JV	909	2 867	2 953	3 022	3 093
Fordringar hos intressebol./JV	1 142	827	827	827	827
Derivat	73	129	129	129	129
Finansiella tillgångar, verk. värde	459	2 931	2 931	2 931	2 931
Andra långfristiga fordringar	24	0	0	0	0
Summa finansiella anläggningstillgångar	2 607	6 753	6 839	6 908	6 979
Summa anläggningstillgångar	89 302	103 893	128 483	142 157	151 484
Kundfordringar	53	91	92	93	93
Fordringar och intressebol./JV	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	0	0	0	0
Övriga fordringar	791	2 398	1 715	1 267	1 466
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	158	243	237	233	235
Summa kortfristiga fordringar	1 002	2 732	2 044	1 593	1 793
Kortfristiga placeringar	1 041	0	0	0	0
Likvida medel	12 858	13 606	8 574	8 805	7 440
Summa omsättningstillgångar	14 901	16 338	10 618	10 398	9 233
Summa tillgångar	104 203	120 231	139 101	152 555	160 717
Summa Eget kapital	30 896	52 136	58 103	63 306	66 124
Skulder till kreditinstitut	22 073	11 995	14 682	16 067	17 313
Obligationslån	23 720	34 663	40 696	43 806	46 605
Derivat	25	267	267	267	267
Uppskjutna skatteskulder	6 237	7 172	8 455	9 668	10 561
Skuld finansiell leasing	445	614	614	614	614
Övriga långfristiga skulder	22	1 020	3 284	5 548	5 548
Summa långfristiga skulder	52 522	55 731	67 999	75 970	80 909
Skulder till kreditinstitut	3 912	69	205	275	338
Företagscertifikat	4 944	5 418	6 213	6 623	6 992
Obligationslån	1 442	3 121	3 170	3 195	3 217
Leverantörsskulder	131	117	99	87	84
Aktuella skatteskulder	126	166	143	127	124
Övriga skulder	8 822	2 098	1 994	1 926	1 911
Upplupna kostnader och förutbetalda in- täkter	1 408	1 375	1 177	1 046	1 017
Summa kortfristiga skulder	20 785	12 364	13 000	13 279	13 684
Summa eget kapital och skulder	104 203	120 231	139 101	152 555	160 717
Likviditet	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Balanslikviditet	5%	22%	16%	12%	13%
Likviditetsgrad	72%	132%	82%	78%	67%
Kassa/kortfristiga skulder	67%	110%	66%	66%	54%
Soliditet	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	-42 637	-42 274	-57 007	-61 775	-67 641
Nettoskuld/EBIT	37,5x	12,6x	14,3x	13,7x	13,9x
Nettoskuld/EK	138%	81%	98%	98%	102%
Skuld/EK	183%	107%	113%	111%	114%
Soliditet	30%	43%	42%	41%	41%
Lönsamhetsmått	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Avkastning på eget kapital	23%	23%	29%	12%	10%
Avkastning på totalt kapital	14%	14%	11%	7%	6%
Avkastning på investerat kapital	10%	10%	9%	5%	4%

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	2 835	3 342	3 619
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	-644	-1 720	688	451	-200
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	9 501	-7 522	-344	-226	-50
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	9 602	-6 995	3 179	3 568	3 369
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-58 258	-15 386	-23 000	-10 000	-7 500
Försäljning av fastigheter	6 672	12 903	3 000	0	0
Investeringar/försäljning inventarier	-19	-3	-4	-5	-6
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-698	-1 626	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4 295	-73	0	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	432	307	0	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	-1 459	-1 323	0	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	-13	44	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-57 638	-5 156	-20 004	-10 005	-7 506
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	13 406	2 784	1 291	1 000	0
Nettoemission hybridobligationer	2 444	12 481	0	0	0
Inlösta preferensaktier	-83	0	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	3	0	0	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-484	-855	-1 462	-1 595	-1 728
Nettoförvärv minoritetsandelar	1 581	-2 356	0	0	0
Nettopptagning av lån	41 404	-185	9 700	5 000	4 500
Förändring övriga långfristiga skulder	2 467	1 052	2 264	2 264	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	60 738	12 921	11 792	6 669	2 772
Periodens kassaflöde	12 702	770	-5 032	231	-1 366
Likvida medel, periodens börj.	157	12 858	13 606	8 573	8 805
Valutakursändring i likvida medel	-1	-22	0	0	0
Likvida medel vid periodens slut	12 858	13 605	8 573	8 805	7 439
Nyckeltal					
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	0,37x	0,44x	0,50x	0,52x	0,52x
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	0,01x	0,02x	0,02x	0,02x	0,02x
Utdelning kronor per stam-aktie	1,00	1,10	1,20	1,30	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.