

Uppdatering kv4 2021

NISCHER PROPERTIES AB

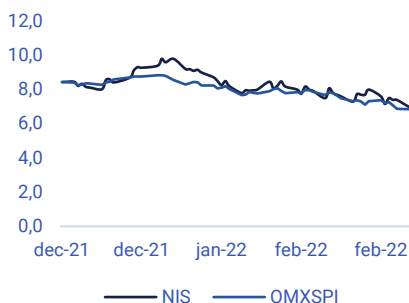
VD: David Aspehult
 SO: Tommy Marklund
 www.nischer.se

Bloomberg: NIS: SS
 Reuters Eikon: NISCH.NGM

Lista: Nordic SME

Aktie, senast: 7 SEK
 Marknadsvärde: 234 MSEK

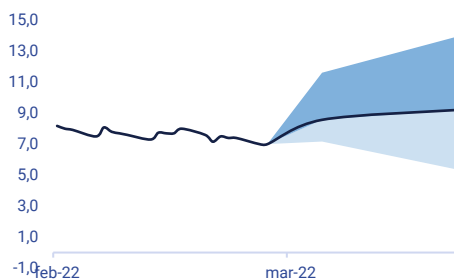
AKTIEKURSUMTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	18,6	-24,6	3,6	-14,4

Källa: Refinitiv Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	5,4	9,2	13,9
Upp-/nedsida (%)	-22,7	31,4	98,6

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Mindre värdestegring men finansiellt starka

Nischer Properties resultat för kv4 2021 understeg kraftigt vår prognos, till följd av negativa värdeförändringar istället för värdeökningar på fastighetsprojekten. De första fastigheterna i Östersund väntas bli färdiga till sommaren 2022. Den riktade nyemissionen till Sterner Stenhus tillför Nischer Properties 107 miljoner kronor, vilket bidrar till en starkare finansiell ställning. I vårt basscenario får vi en riktkurs på 9,2 kronor per aktie (jämfört med 10,4 kronor per aktie vid vår senaste uppdatering den 9 december 2021).

Bostadsutvecklare med en tydlig nisch

Nischer Properties är ett bostadsutvecklingsbolag som tar fram nya bostäder till rimliga priser utanför storstadsområdena. Sedan hösten 2021 och vidare under 2022 kommer cirka 350 nya bostäder i Östersund och Örnsköldsvik att byggstartas och färdigställas. Detta av en total portfölj om cirka 1 300 lägenheter. Parallellt börjar Nischer Properties bygga upp en egen portfölj av förvaltade hyresrättsbostäder.

Negativa värdeförändringar under kv4 2021

Nischer Properties redovisade ett resultat efter finansnetto på minus 62 miljoner kronor för fjärde kvartalet och plus 110 miljoner kronor för helåret 2021. Utfallet i kv4 avvek kraftigt från vår prognos till följd av en negativ värdeförändring om ca 57 miljoner kronor. Värdeminskningen var hänförlig till ett planerat projekt i Säve, Göteborg, det pågående i Östersund (där värdet inte ökade under kv4 plus att det ligger ett par veckor efter tidtabell) samt av byggsystem i dotterbolaget Nyhem.

I februari 2022 genomfördes den föreslagna riktade nyemissionen till Sterner Stenhus av 13,4 miljoner aktier till en kurs om 8 kronor. Därmed tillfördes Nischer Properties likvida medel på 107 miljoner kronor. Kassan kommer sannolikt att användas för köp av hyresrättsbestånd i någon eller några Norrlands-städer.

Under andra halvåret 2021 och helåret 2022 driver bolaget två projekt om totalt cirka 350 nya bostäder i Östersund och Örnsköldsvik. Omkring årsskiftet 2022/2023 väntas bolaget starta sina projekt i Luleå (130 lägenheter- varav en hyresrätts- och en bostadsrättsdel) samt Hudiksvall (27 småhus).

Nytt motiverat värde på aktien

Vi beräknar ett värde på 9,2 kronor per Nischer-aktie i vårt Bas-scenariot (tidigare 10,4 kronor), motsvarande en kurspotential om 41 procent. Denna riktkurs jämte Bear- och Bull-scenarierna som framgår i vänsterspalten (5,4 respektive 13,9 kronor per aktie) är beräknade relativt fem andra bostadsutvecklare på Stockholmsbörsen enligt tre parametrar med 20-40% småbolagsrabatt applicerad på Nischer Properties-aktien.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	16,7	3,8	8,4	10,0	10,6	11,1
Totala intäkter	96,9	13,2	8,4	14,6	20,0	20,8
Resultat före värdeförändringar	-9,3	-7,2	-8,7	-0,9	3,8	4,0
Resultat efter värdeförändringar	-9,3	19,4	115,4	49,1	43,8	45,2
Resultat efter finansnetto	-9,6	19,4	110,0	47,4	41,8	43,3
Resultat efter skatt	-8,5	24,9	84,6	37,1	33,6	34,8
Vinst pre aktie	neg.	1,26	4,23	1,15	1,00	1,04
Tillväxt nettoomsättning	2357%	-77%	123%	n.m.	6%	5%
Tillväxt intäkter	14093%	-86%	-36%	73%	37%	4%
Bruttomarginal	11%	12%	-42%	35%	51%	51%
EBIT-marginal före värdeförändringar	neg	neg	neg	neg	19%	19%
EBIT-marginal efter värdeförändringar	neg	147%	1369%	336%	219%	218%
Nettovinstmarginal	neg	189%	1003%	254%	168%	167%
EV/Sales	5,2x	9,8x	30,3x	17,9x	14,1x	14,3x
EV/EBIT efter värdeförändr.	neg.	6,7x	2,2x	5,3x	6,4x	6,6x
P/E	neg.	5,2x	2,2x	6,1x	7,0x	6,7x
P/EK	1,5x	1,4x	1,0x	0,7x	0,6x	0,6x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Utfall och kommentarer på fjärde kvartalet 2021

Nischer Properties redovisade ett svagare resultat än vi hade väntat i kv4/2021. Den största avvikelserna var en minskning av fastighetsvärdet med 56,8 miljoner kronor. Eget kapital blev 9,38 kronor per aktie per 31 december 2021 jämfört med 12,18 kronor per aktie den 30 september 2021.

Nedskrivningar av fastighetsvärdet var största avvikelserna mot vår prognos

Bolaget redovisade rörelseintäkter om 8,4 miljoner kronor och ett resultat för värdeförändring på minus 8,7 miljoner kronor för helåret 2021. Här låg vi på en intäktsprognos om 11,0 miljoner kronor samt ett resultat före värdeförändring på minus 5,1 miljoner kronor. Intäkterna är i stort sett hänförliga till försäljning av bostadsrätterna i Järfälla den 29 januari 2021. Några externa intäkter från byggrorelsen förelåg inte under 2021.

Efter värdeförändringar på fastigheterna om 124,1 miljoner kronor för helåret 2021 hamnade resultatet efter värdeförändringar på 115,4 miljoner kronor. Här låg vi på 250 miljoner kronor i värdeförändringar på helåret 2021 och 244,9 miljoner kronor i resultat efter värdeförändringar.

En värdeminskning med 56,8 miljoner kronor har skett under kv4/2021. Denna kan brytas ned i ca 11 miljoner kronor avseende projekt Säve i Göteborg och drygt 10 miljoner kronor för byggsystem i Nyhem (där värdet för Nischer är i det närmaste noll, med tanke på innehavet i Mtree-fabriken i Lettland). Resterande 30–35 miljoner kronor avser nedlagda projektkostnader i Östersund som inte motsvarades av någon värdeökning under perioden. Samtidigt ökade det egna kapitalet med ca 1,9 miljoner kronor till följd av Nischer Properties resultatandel i Mtree (modulbyggare i Lettland).

Eget kapital om 9,38 kronor per aktie per 31 december 2021 kan jämföras med 12,18 kronor per aktie per 30 september 2021. Det är alltså en minskning av substansvärdet till följd av nedskrivningen av fastighets- och byggsystemsvärdena beskrivna ovan.

Sammanfattningsvis blev Nischers resultat för helåret 2021 sämre än vår prognos, främst kopplat till nämnda värdeminskningar.

(Belopp i TSEK)	2021A	2021P	Differens
Totala intäkter	8433	11000	-23,3%
Produktions- och driftskostnader	-11957	-10836	10,3%
Bruttoresultat	-3524	164	n.m.
Övriga rörelsekostnader	-341	-300	13,7%
Central administrationskostnader	-5637	-6000	-6,1%
Andel i intresseföretags resultat	797	1000	-20,3%
Rörelseresultat före värdeförändring	-8705	-5136	69,5%
Värdeförändring fastigheter	124133	250000	-50,3%
Rörelseresultat efter värdeförändring	115428	244864	-52,9%
Finansnetto	-5474	-2355	-132,4%
Resultat efter finansnetto	109954	242509	-54,7%
Skatt	-25386	-53250	-52,3%
Resultat efter skatt	84568	189259	-55,3%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

Nyheter under perioden 1 oktober 2021–28 februari 2022:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna för bolaget under fjärde kvartalet 2021 och 1 januari-28 februari 2022:

- I Östersund är produktionen igång sedan augusti 2021. Planen för inflyttning i de båda första husen till sommaren 2022 kvarstår, även om det är försenat med ca två veckor jämfört med den ursprungliga tidsplanen. Därefter ska ytterligare två hus färdigställas under andra halvåret 2022 i ett projekt som totalt omfattar 116 hyresrätter. Hittills har bolaget lagt ned omkring 90 miljoner kronor i projektkostnader i Östersund.
- Nästa stora projekt är Hörnätt i Örnsköldsvik med 228 hyresrätter. Den tekniska projekteringen av hus och mark är klar. Det är tre hus som kommer att byggstartas ett i taget när kommunen genomfört fastighetsreglering och låtit bolaget tillträda marken. Prognosen är att etapp ett kommer att byggas under 2022. I Örnsköldsvik har bolaget fått investeringsstöd, trots att M-KD-SD-budgeten för 2022 senare antogs av Riksdagen med ett slopat investeringsstöd för nyproducerade hyresrätter.
- I Luleå planerar bolaget uppförandet av 130 lägenheter i en blandning av bostadsrätts- och hyresrättsform. Troligen kommer hyresrättsdelen (som är den större delen) att påbörjas först, samtidigt som bolaget börjar sälja bostadsrättslägenheterna. Bolaget planerar för en byggstart kring årsskiftet 2022/2023 i Luleå. Då Nischers egen byggproduktion är ganska fullbelagd kan eventuellt Luleå-projektet genomföras med en extern entreprenör.
- Bygglov för Nischers projekt med 27 småhus i stadsdelen Ideonor i södra Hudiksvall beviljades i början av november 2021. Byggstart för detta projekt är planerat till början av 2023.
- För projekt Folkparken i Haninge kommun samt Murteglet i Knivsta pågår respektive kommuns arbete med detaljplan. I Knivsta kan detaljplanen förhoppningsvis bli klar i slutet av innevarande år (2022). I Haninge är läget mer osäkert, då Nischer är den första entreprenören som beviljats klartecken att bygga i området. Men även här är förhoppningen att en detaljplan skulle kunna vara klar mot slutet av 2022. Varvskajen i Örnsköldsvik bedöms ligga 1,5–2 år bort i godkänd detaljplan.
- Nischer tilldelades den 4 oktober 2021 genom beslut en markanvisning motsvarande nyproduktion av 100 lägenheter i centrala Avesta. Genomförandet av projektet kommer indikativt att ske 2024–2025. Det finns en osäkerhet här då investeringsstödet för nyproducerade hyresrätter som hade lämpat sig väl i Avesta, nu inte längre går att få.
- Den 7 december 2021 föreslog styrelsen i Nischer Properties en riktad nyemission om ca 107 miljoner kronor till Sterner Stenhus, som därefter kommer att äga ca 41% av samtliga aktier i Nischer Properties och därmed bli ny huvudägare i bolaget. Denna riktade nyemission godkändes av bolagsstämman den 14 januari 2022.
- Med en stärkt kassa kommer Nischer Properties troligen att förvärva något eller några äldre hyresrättsbestånd i Östersund, Örnsköldsvik eller Luleå. De hyresrättsfastigheter som färdigställs i Östersund väntas generera ett årligt driftnetto på 7 miljoner kronor. Inklusivt planerade förvärv är det inte osannolikt att Nischer kommer att utöka sitt bestånd så att det årliga driftnettot stiger mot nivån 15–20 miljoner kronor per år.
- Den 1 februari 2022 började Thomas Carlsson som affärsutvecklare för Nischer Properties för södra Sverige.
- Den 17 februari tillträdde David Aspehult som VD för Nischer Properties, efter att Robert Vangstad avgått som VD för bolaget.

Investment case

Nischer Properties är en fastighetsutvecklare som utvecklar bostäder i region- och medelstora städer där markpriserna är lägre. Produktionen sker via modulbyggare, vilket pressar byggkostnaderna. Färdigställda hyresrättsbostäder kommer att behållas för egen förvaltning, vilket ger ett stabilt kassaflöde och sannolikt en högre värdering av Nischer Properties-aktien på sikt. Sedan företaget övergått till IFRS-redovisning har det bokförda egna kapitalet ökat till 295 miljoner kronor efter en nyemission om 107 miljoner kronor i februari 2022.

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 på omkring 25 000 kronor per kvadratmeter exklusive kostnader för markförvärv. Nischers projekt ligger utanför storstadsområdena, vilket ger lägre mark-priser. Upphandling sker av lokala markentreprenörer. Nischer Properties äger 20 procent i den lettiska modulbyggaren Conpro SIA (Mtree) som producerar och monterar på plats. Byggmoduler levereras från Lettland till byggplatserna i Sverige.

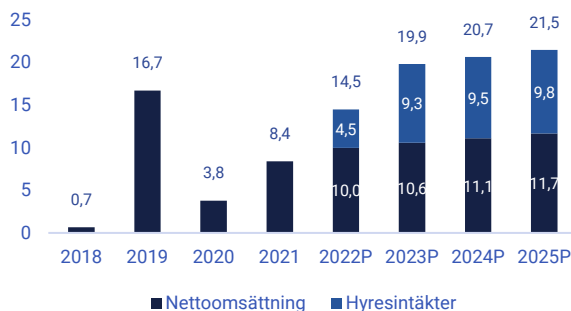
Låg värdering gentemot jämförelsebara bolag

När projekten är färdigställda har de tidigare normalt sålts till externa investerare. Kronoparken i Karlstad var det första projektet som blev inflyttningsklart i januari 2020 med Ledstängen som köpare. Nischer Properties har sedan dess beslutat att behålla samtliga färdigställda hyresrättsfastigheter. Det första objektet som Nischer Properties tänker behålla är Tanken på Frösön, Östersund. Genom att bygga upp en portfölj av förvaltningsfastigheter skapas ett stabilt kassaflöde. Förvaltande och byggande bolag som till exempel K-Fast Holding och K2A Knaust & Andersson värderas till betydande premier relativt sina substansvärden.

Hög förväntad tillväxt under kommande år

Nedan visas utfall 2018–2021 samt våra prognoser 2022–2025 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. Bolaget deltar också ibland i kommunala markanvisningstävlingar. Bolaget köper även byggbar mark från privata aktörer. I sådana fall avtalas normalt om en tilläggsköpeskilling när detaljplanen vinner laga kraft.

Idag har bolaget en projektportfölj innehållande cirka 1300 bostäder från Göteborg i söder till Luleå i norr, varav omkring 500 stycken (Hörnett i Örnsköldsvik, Tanken-Frösön i Östersund, Kronan i Luleå samt Ideonor i Hudiksvall) omfattas av detaljplan. Bolaget eftersträvar en mix av hyres- och bostadsrätter, med en tyngdpunkt på det förstnämnda. Målet är att expandera byggrättsportföljen till 2000 bostadslägenheter.

Nischers bostadsbyggnadsprojekt

Nischer Properties har fram till nu sökt projekt där de kunde få investeringsbidrag som gjorde det möjligt att bygga med lönsamhet även utanför storstadsområdena. Investeringsbidraget var 6000–7000 kronor per kvadratmeter BTA. För att få detta bidrag fanns ett hyrestak, som dock inte var någon uppoffring för fastighetsägare utanför storstäderna. Detta då marknadshyran för lägenheter i medelstora och regionstäder brukar ligga nära och ibland under hyrestaket. Nu försvinner emellertid det statliga investeringsstödet till nybyggda bostäder i Sverige från 1 januari 2022 som en följd av att M, KD och SD:s gemensamma budgettillägg vann budgetomröstningen i Riksdagen den 24 november 2021. Vår bedömning är att färre bostäder kommer att färdigställas som en följd av detta, speciellt i medelstora städer utan någon stark bostadsrättsmarknad. Fastighetsutvecklarna kommer att ändra upplåtelseform för nya projekt till marknadsanpassade nyproduktionshyror och bostadsrättslägenheter i den mån det är möjligt. Nischer har säkrat det statliga investeringsstödet för projekten i Östersund samt Hörnett i Örnsköldsvik (däremot inte Varvskajen som ligger senare och med en annan upplåtelseform). Nischer lär få ompröva de ca 115 lägenheterna i centrala Avesta inför byggstart där 2024–2025.

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 cirka 1 600 Euro motsvarande 17 400 kronor per kvadratmeter. Sedan tillkommer moms och administrationskostnader samt byggherrearvode etc. Det är förhållandevis kostnadseffektivt jämfört med branschen som helhet, men det finns flera andra bolag som bygger moduler med en liknande kostnadsnivå.

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 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 projekt framöver. Givet en kostnadseffektiv produktionsmetod är en tumregel i branschen att avkastningen brukar ligga på omkring 10 procent vid renoveringsobjekt och något högre (10–15 procent) vid nyproduktion. Rörelsemarginalen på externa byggtreprenader 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 indirekt 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 värderas till aktuella marknadsvärden. Värdeförändringar påverkar det redovisade resultatet, vilket också innebär att eget kapital och balansräkningen expanderar om värdena fortsätter att öka.

Värdering

Genom att kombinera en jämförande värdering med sektorbolag utifrån tre nyckeltal med en småbolagsrabatt på 30 procent kommer vi fram till ett motiverat värde för Nischer-aktie i basscenariot på 9,2 kronor för de kommande 6–12 månaderna. I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie om 13,9 kronor, medan värdet blir 5,4 kronor per aktie enligt Bear-scenariot.

Motiverat värde inom ett intervall

I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 9,2 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	1 987	33,7x	30,2x	2,4x
Besqab	2 436	8,3x	16,8x	1,3x
Bonava	6 160	11,4x	13,7x	0,7x
JM	18 541	9,2x	7,0x	2,2x
Nischer Properties	219	5,9x	3,7x	0,7x
Oscar Properties	1 138	3,1x	11,5x	0,5x
Median-värde (50%) + Genomsnittsvärde (50%)		10,3x	13,2x	1,2x
Nischer-aktien (SEK) med 30% rabatt	9,2	8,0	12,4	7,2

Källa: Refinitiv Eikon, Holdings 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 rikt Kurs om 9,2 kronor/aktie i Nischer Properties (tidigare 10,4 kronor). Vi har då använt vår resultatprognos för 2022 på Nischer och faktiska resultat 2021 för sektor-kollegorna (då vi saknar prognoser för dessa).

Vi har inkluderat den i februari 2022 genomförda nyemissionen riktad till Sterner Stenhus om 107 miljoner kronor i våra beräkningar. Värdet av detta likviditetstillskott är betydande för bolagets del. Nu behöver man inte längre sälja av minoritetsposter i projekten till investerare och kan därmed behålla hela värdestegringsvinsten i koncernen. Dessutom finns finansiella resurser att förvärva mindre hyresrättsbestånd.

I Bear- respektive Bull-scenariona kommer vi fram till motiverade riktkurser om 5,4 kronor per aktie (tidigare 6,3 kronor) respektive 13,9 kronor per aktie (tidigare 15,3 kronor) enligt sammanställning nedan.

Anledningen att våra riktkurser blir lägre än vid förra avstämningen den 9 december 2021 beror på att vår värderingsmodell är relativ. Börsvärdena på Stockholmsbörsen, mätt via OMXSPI-index, har minskat med omkring 22 procent sedan årsskiftet 2021/22.

Sammanställning värdering i tre scenarion

	Bas	Bear	Bull
Vinst per Nischer-aktie	1,11	0,78	1,44
P/E-tal för sektorn med 20–40% rabatt	7,2	6,2	8,3
Motiverat värde på vinst per aktie	8,0	4,8	11,9
EBITDA per Nischer-aktie	1,47	1,03	1,91
EV/EBITDA för sektorn, 20–40% rabatt	9,2	7,9	10,6
Motiverad värdering på EBITDA	12,4	7,0	19,0
Eget kapital per Nischer-aktien	8,8	6,2	11,5
P/EK för sektorn, 20–40% rabatt	0,8	0,7	0,9
Motiverat värdering på eget kapital	7,2	4,3	10,7
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%
Värde per aktier i ett basscenario	9,2	5,4	13,9

Källa: Carlsquare prognoser

Substansberäkning av Nischers projekt och byggrättsvärden

Vi har i tidigare analyser (framförallt grundanalysen) lagt in Nischers olika bostadsprojekt kronologisk ordning efter beräknad projektstart och räknat på en genomförandetid på drygt ett år i de flesta fall.

Givet en vägd diskonteringsränta har vi då kommit fram till ungefär samma värden på Nischers byggrätter som finns i bolagets balansräkning (upptagna till marknadsvärdering enligt Svefa).

Denna nuvärdesberäkning har inte belastats med centrala administrationskostnader. Dessa ledningsresurser ska användas för att, förutom att genomföra nuvarande projekt, även ta fram nya projekt och därmed skapa ett restvärde av framtida byggrätter och projekt. Slutsatsen är att de centrala administrationskostnaderna i Nischer på ca 5 miljoner kronor i årstakt kan motiveras med den byggrättsportfölj som bolaget hittills har tagit fram och nya projekt som väntas tillkomma.

Redovisat eget kapital per aktie uppgick per 31 december 2021 till 9,38 kronor per aktie. Efter genomförande av nyemissionen riktad till Sterner Stenhus i februari 2022 späds det egna kapitalet enligt våra beräkningar ut till 8,83 kronor per aktie.

Risker

Nischer Properties är ett litet bostadsutvecklingsbolag 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 har varit god, men dessa bidrag har försvunnit från 1 januari 2022.

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 fyra anställda, med VD David Aspehult, finansdirektör Petter Ström samt Carl Mähler som projektledare för norra Sverige och Thomas Carlsson för södra Sverige. David Aspehult har ett stort aktieäggande som ger 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 säkra fasta kostnader för ett projekt. Nischer låter en modulbyggare genomföra en stor del av byggnationen exklusive markdelen. Det finns 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 har tidigare förstärkts av det investeringsbidrag på mellan 6 000 och 7 000 kronor per kvadratmeter BTA som kunnat erhållas. När detta investeringsbidrag försvinner från 1 januari 2022 försämras lönsamheten främst för hyresrättsprojekt i medelstora och regionstäder. En ökad andel av sådana projekt får framöver ske med marknadsanpassad nyproduktionshyra eller genom försäljning av lägenheter upplåtna med bostadsrätt.

Värdet av byggrätter

Värdet av bolagets byggrätter är knuten till det högsta av de färdiga fastigheternas värde som hyresrätts- eller bostadsrättslägenheter. Investerarnas sjunkande avkastningskrav på bostadshyresfastigheter under förvaltning har varit påtagligt de senaste åren. Bostadsbristen i de flesta regioner i Sverige har gjort att det i stort sett alltid varit möjligt att höja hyran på bostadslägenheterna och ändå få nästan allt uthyrt. Värdet på byggrätter fungerar i stort sett som optioner som stiger och sjunker i takt med förändrade bostadsrätts- eller hyresrättsvärden. Vidare ökar byggrättsvärdet mycket kraftigt när en detaljplan fastställs av en kommun, 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. Nischer Properties förvärvar byggrätterna i ett skede där planläggning är aktuell och inte i mer spekulativa syften. Skulle räntan och investerarnas avkastningskrav börja stiga 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 och vilja att låna ut påverkas av förändringar i den nationella och/eller internationella kreditmiljön. Prisnedgången på bostadsrätter under 2017 efter några år av överproduktion påverkade kreditgivningen ett par efteråt. Lägenhetsköparna har fått ett ökat medvetande om motpartsrisken när ett avtal om köp av en ännu inte färdigställd bostadsrättslägenhet ingås med nya och oprövade bolag. Den nu genomförda nyemissionen om 107 miljoner kronor ger Nischer en väsentligt starkare finansiell ställning och därmed ökad kreditvärdighet hos banker och potentiella obligationsinvestorer.

Förvärv innebär både möjligheter och risker

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

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (TSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	681	16 731	3 780	8 430	10 000	10 600	11 130	11 687
Hysesintäkter	0	0	0	0	4 500	9 270	9 548	9 835
Aktiverat arbete för egen räkning	0	78 418	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	2	1 791	9 386	3	100	105	110	116
Andel i intressebolags resultat	683	96 940	13 166	8 433	14 600	19 975	20 788	21 637
Totala intäkter	0	-86 338	0	0	0	0	0	0
Råvaror och förnödenheter mm	0	0	-11 565	-11 957	-9 500	-9 858	-10 184	-10 518
Produktions- och driftskostnader	0	0	0	0	-1 100	-1 122	-1 144	-1 167
Driftskostnader fastighet	-6 222	-11 094	0	0	0	0	0	0
Övriga externa kostnader	-3 052	-5 998	0	0	0	0	0	0
Personalkostnader	-1 652	-402	-3 921	0	0	0	0	0
Av- och nedskrivningar	-40	-2 437	-187	-341	-351	-362	-373	-384
Övriga rörelsekostnader	0	0	-4 942	-5 637	-6 032	-6 393	-6 713	-6 982
Centrala administrationskostnader	0	0	255	797	1 500	1 575	1 654	1 736
Andel i intressebolags resultat	-10 966	-106 269	-20 359	-17 138	-15 483	-16 160	-16 760	-17 314
Totala rörelsens kostnader	0	-86 338	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat före värdeförändringar	-10 283	-9 329	-7 193	-8 705	-883	3 815	4 028	4 323
Värdeförändringar fastigheter	0	0	26 590	124 133	50 000	40 000	41 200	42 436
Rörelseresultat efter värdeförändringar	-10 283	-9 329	19 397	115 428	49 117	43 815	45 228	46 759
Ränteintäkter	110	0	73	0	300	321	343	368
Räntekostnader	-2 020	-239	-67	-5 474	-2 046	-2 296	-2 296	-2 296
Finansnetto	-1 910	-239	6	-5 474	-1 746	-1 975	-1 953	-1 929
Resultat efter finansnetto	-12 193	-9 568	19 403	109 954	47 371	41 840	43 275	44 830
Skatt	0	-1089	-5476	-25386	-10300	-8240	-8487	-8742
Resultat efter skatt	-12 193	-8 479	24 879	84 568	37 071	33 600	34 788	36 088
Minoritetens andel av resultatet	-20	1 105	-402	-174	0	0	0	0
Resultat hänförligt till moderbolag	-12 173	-9 584	25 281	84 742	37 071	33 600	34 788	36 088
Vinst per aktie	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Genomsnittligt antal aktier (milj st)	18,2	18,2	20,0	20,0	32,3	33,4	33,4	33,4
Vinst per aktie	neg.	neg.	1,26	4,23	1,15	1,00	1,04	1,08
Tillväxt	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	-32,2%	2356,8%	-77,4%	123,0%	18,6%	6,0%	5,0%	5,0%
Totala intäkter	-32,1%	14093%	-86,4%	- 0,36	73,1%	36,8%	4,1%	4,1%
Rörelseresultat före värdeförändringar	-44,7%	-9,3%	-22,9%	21,0%	-90%	-532,1%	5,6%	7%
Rörelseresultat efter värdeförändringar	-44,7%	-9,3%	-307,9%	495%	-57,4%	-10,8%	3,2%	3,4%
Resultat efter finansnetto	-35,7%	-21,5%	-302,8%	467%	-56,9%	-11,7%	3,4%	3,6%
Resultat efter skatt	-35,7%	-30,5%	-393,4%	240%	-56,2%	-9,4%	3,5%	3,7%
Marginaler	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Bruttomarginal	100%	10,9%	12,2%	-41,8%	34,9%	50,6%	51,0%	51,4%
EBIT-marginal före värdeförändringar	neg	neg	neg	neg	neg	19,1%	19,4%	20,0%
EBIT-marginal efter värdeförändringar	neg	neg	147%	1369%	336,4%	219,3%	217,6%	216,1%
Resultat efter finansnetto-marginal	neg	neg	147%	1304%	324,5%	209,5%	208,2%	207,2%
Nettovinstmarginal	neg	neg	189%	1003%	253,9%	168,2%	167,3%	166,8%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2 018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Immateriella Anläggnings-tillgångar	10	0	0	0	0	0	0	0
Materiella Anläggningsstillgångar	0	293	82 654	0	0	0	0	0
Förvaltningsfastigheter			83 832	314 922	433 172	486 822	543 720	592 435
Nyttjanderättstillgångar			1 135	2 554	2 554	2 554	2 554	2 554
Finansiella Anläggningstillgångar	133	3 513	5 991	4 038	5 735	7 442	9 159	10 885
Uppskjuten skattefordran	0	0	2	185	185	185	185	185
Summa Anläggningstillgångar	143	3 806	173 615	321 699	441 646	497 003	555 617	606 058
Omsättningstillgångar								
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	4 675	4 675	4 675	4 675	4 675
Likvida medel	4 096	8 783	1 059	8 349	43 053	39 576	24 187	18 631
Summa Omsättningstillgångar	52 915	118 105	3 678	13 024	47 728	44 251	28 862	23 306
Summa Tillgångar	53 058	121 911	177 293	334 723	489 374	541 254	584 479	629 364
Eget Kapital hänförligt till moderföretagets ägare	6 576	20 274	95 944	189 163	333 434	367 034	401 822	437 910
Innehav utan bestämmande inflytande	10	2 162	134	-1 280	-1 280	-1 280	-1 280	-1 280
Långfristiga skulder								
Skulder till kreditinstitut	37 000	0		77 842	77 842	87 842	87 842	87 842
Leasingskuld			531	663	663	663	663	663
Uppskjuten skatteskuld	0	568	17 269	42 840	53 140	61 380	69 867	78 609
Summa långfristiga skulder	37 000	568	17 801	121 345	131 645	149 885	158 372	167 114
Kortfristiga skulder								
Skatteskulder	83	1 251	152	174	174	174	174	174
Skulder till kreditinstitut	0	73 000						
Leasingskuld			566	2 212	2 212	2 212	2 212	2 212
Övriga kortfristiga skulder	8 712	22 859	62 696	23 109	23 189	23 229	23 179	23 234
Avsättningar	677	1 797						
Summa kortfristiga skulder	9 472	98 907	63 414	25 495	25 575	25 615	25 565	25 620
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	53 058	121 911	177 293	334 723	489 374	541 254	584 479	629 364
Likviditet	2 018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	5,6	1,2	0,1	0,5	1,9	1,7	1,1	0,9
Kassalikviditet	1,0	0,3	0,1	0,5	1,9	1,7	1,1	0,9
Soliditet	2 018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld (-)/Nettokassa (+)	-32,90	-64,22	1,06	-69,49	-34,79	-48,27	-63,66	-69,21
Nettoskuld/EBITDA	-0,4%	-0,7%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	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%	41,2%	23,3%	23,9%	21,9%	20,1%
Soliditet	12,4%	16,6%	54,1%	56,5%	68,1%	67,8%	68,7%	69,6%
Lönsamhetsmåt	2 018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Avkastning på totalt kapital	-19,2%	-7,7%	11,0%	34,5%	10,1%	8,2%	7,8%	7,5%
Avkastning på eget kapital	-185,4%	-47,2%	20,2%	58,1%	14,2%	11,4%	10,8%	10,2%
Avkastning på investerat kapital	-28,0%	-36,9%	21,8%	27,3%	8,0%	6,5%	6,2%	6,0%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (TSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Kassaflöde från den löpande verksamheten:								
Rörelseresultat före värdeförändringar	-10 283	-9 329	-7 200	-8 705	-883	3 815	4 028	4 323
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet	1 653	2 380	15 448	-13 753	0	0	0	0
Betald inkomstskatt	-96	0	0	0	0	0	0	0
Betald ränta och finansiella poster	-861	-239	30	-5 474	-1 746	-1 975	-1 953	-1 929
Kassaflöde från den löpande verksamheten:	-9 587	-7 188	8 278	-27 932	-2 629	1 840	2 075	2 394
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital								
Investeringar i pågående projekt	-36 142	-45 629	61 315	-40 564	-68 250	-13 650	-15 698	-6 279
Förändringar av varulager/pågående arbeten	0	0	5 940	0	500	515	530	546
Förändringar av kortfristiga fordringar	-965	-18 874	0	-2 056	-2 097	-2 097	-2 097	-2 097
Förändringar leverantörsskulder	6 305	5 114	41 093	0	0	0	0	0
Förändring av kortfristiga skulder	459	11 141	-2 188	0	80	40	-50	55
Kassaflöde efter förändringar i rörelsekapital	-39 931	-55 436	114 438	-70 552	-72 396	-13 352	-15 239	-5 381
Investeringsverksamheten								
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	0	283	-52 734	0	0	0	0	0
Omklassificering/försäljn. materiella anläggningstillg.	155	0		0	0	0	0	0
Investeringar i finansiella anläggningstillgångar			-2 486	0	-100	-125	-150	
Transaktioner med minoritet	6 711	23 272	2 273	0	0	0	0	0
Kassaflöde investeringsverksamheten	6 866	23 555	-52 947	0	-100	-125	-150	-175
Finansieringsverksamheten								
Upptagna lån	37 000	36 568		77 842		10 000		
Amorterade lån			-73 568					
Nyemission			4 353		107 200			
Periodens kassaflöde	3 935	4 687	-7 724	7 290	34 704	-3 477	-15 389	-5 556
Likvida medel vid periodens början	161	4 096	8 783	1 059	8 349	43 053	39 576	24 187
Likvida medel vid periodens slut	4 096	8 783	1 059	8 349	43 053	39 576	24 187	18 631
kat								
Kassaflöde löpande verksamhet/nettoomsättning	-1407,8%	-43,0%	219,0%	-331,3%	-26,3%	17,4%	18,6%	20,5%
Kassaflöde löpande verksamhet/tillgångar	-18,1%	-5,9%	4,7%	-8,3%	-0,5%	0,3%	0,4%	0,4%

Källa: Bolagsinformation 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 Fredrik Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.