Uppdatering

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

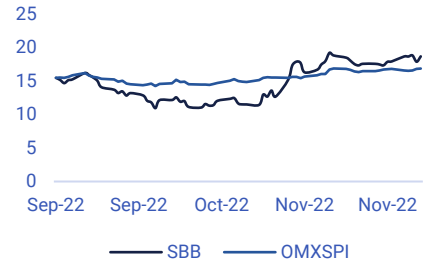
VD: Ilija Batljan
SO: Lennart Schuss
www.sbbnorden.se

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 18,70 kr
Marknadsvärde: 27 192 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB: SS
Reuters Eikon: SBBb.ST

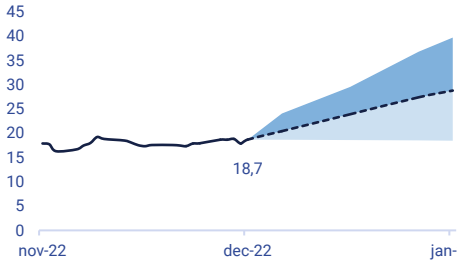
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	-72,1	-71,8	-29,7	4,4

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	18	29	40
Upp-/nedsida	*-1%*	*56%*	*112%*

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Jätteaffär med Brookfield stärker finanserna

Carlsquare har uppdaterat sina resultat- och balansräkningsprognoser för SBB efter att bolaget annonserat flera transaktioner under november, där försäljningen av 49 procent av aktierna i en utbildningsfastighetsportfölj med ett bokfört värde på ca 45 miljarder kronor till kanadensiska Brookfield är den klart största. Transaktionen ger en utspädning av SBB:s intjäningsförmåga per aktie, men säkrar samtidigt koncernens finansiering för lång tid framåt. Vår riktkurs hamnar oförändrat på 29 kronor per stam-aktie i Bas-scenariot.

Ledande aktör inom samhällsfastigheter

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 155 miljarder kronor per 30 september 2022. SBB har under de senaste fem åren dominerat den svenska transaktionsmarknaden inom sina segment (samhällsfastigheter och bostäder) samt har breddat sig mot övriga Norden. Värdemässigt fördelade sig SBB:s fastighetsvärde cirka 76 procent i Sverige och 24 procent i övriga Norden där de största innehaven finns i Norge. SBB avser att knoppa av ett bostadsbestånd (Amasten) med ett marknadsvärde på ca 18 miljarder kronor under kv4 2022.

Tre fastighets- och JV-transaktioner samt ett obligationsåterköp

Vi har uppdaterat våra resultat-, balansräknings- samt kassaflödesprognoser för SBB för åren 2022–2024 med hänsyn till effekterna av fyra av bolagets annonserade transaktioner under november. Detta innefattar främst försäljningen av 49 procent av aktierna i Educo AB till kanadensiska Brookfield, där utbildningsfastigheter (i Norden) värda ca 45 miljarder kronor eller ca 29 procent av SBB-koncernens totala fastighetsvärde före affären läggs. Educo AB kommer att konsolideras i SBB-koncernen, med avdrag för minoritetens andel (49 procent) av resultatet i detta bolag (Educo) samt med en ökad minoritetsandel i koncernens egna kapital. Vi har även räknat på effekterna av SBB:s försäljningar av 50 procent av aktierna i samriskbolagen med Kåpan (Svenska Myndighetsbyggnader med fastigheter för 16 miljarder kronor) samt med Aspelin Ramm avseende två fastigheter i Gamlestaden, Göteborg (varav en fastighet låg i JV-bolaget). Slutligen har SBB återköpt obligations- och hybridlån för ca 5,5 miljarder kronor med ett nominellt värde på ca 6,9 miljarder kronor, dvs med en kursvinst på ca 1,4 miljarder kronor.

Sammantaget innebär transaktionerna att SBB förbättrar sin soliditet och likviditet väsentligt jämfört med före dessa affärer. Bolaget kommer att låna ut ca 14,5 miljarder kronor på högst sex år till det nya Educo AB. Samtidigt får SBB ett årligt förvaltningsarvode på ca 36 miljoner kronor för att förvalta Educo-portföljen.

Oförändrad riktkurs på 29 kronor per stamaktie i Bas-scenariot

Efter att ha uppdaterat våra prognoser på SBB efter nämnda transaktioner landar vår riktkurs i bas-scenariot oförändrat på 29 kronor per stam-aktie, jämfört med efter vår kv3-uppdatering den 28 oktober. Den uppdaterade riktkursen för SBB-aktien varierar också oförändrat från 18 kronor/aktie i Bear-scenariot till 40 kronor/aktie i Bull-scenariot. Vår värderingsmodell bygger till två tredjedelar på jämförande nyckeltal med andra fastighetsaktier och till en tredjedel på en kassaflödesvärderingsmodell av bolagets verksamhet.

Nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Hyresintäkter	5 121	5 930	7 374	7 837	7 976
Driftnetto	3 479	4 047	4 913	5 100	5 142
Resultat efter finansnetto	10 341	29 294	-891	5 863	6 319
Resultat per stam-aktie (SEK)	5,74	17,12	-1,35	2,35	2,55
P/E	5,0x	3,9x	-13,9x	7,9x	7,3x
EK/aktie (exkl. hybrid) (SEK)	28,0	42,5	39,8	41,4	43,2
P/EK	1,02x	1,56x	0,47x	0,45x	0,43x
Utdelning SEK/stam-aktie	1,00	1,32	1,32	1,32	1,44

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

SBB:s försäljning av 49 procent av aktierna i en fastighetsportfölj värd ca 45 miljarder kr till kanadensiska Brookfield frigör 9,2 miljarder kr under första halvåret 2023 plus en möjlig tilläggsköpeskilling på 1,2 miljarder kr. Bolaget har också återköpt obligationslån värda nominellt ca 6,9 miljarder kronor med en kursvinst på ca 1,4 miljarder kronor.

Flera transaktioner där försäljningen till Brookfield dominerar

SBB i Norden har under november 2022 genomfört flera försäljningar av främst aktier i fastighetsägande bolag samt dessutom återköpt obligationslån. Netto bedöms dessa transaktioner innebära att bolaget frigör likviditet på ca 12 miljarder kronor fram till kv2 2023.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) har på ca fem år expanderat till att idag äga en fastighetsportfölj värd ca 155 miljarder kronor med främst statliga och kommunala hyresgäster per 30 september 2022. Därutöver ägde SB via samriskbolag fastigheter till ett värde av ytterligare ca 20 miljarder kronor per 30 september 2022. Ett bostadsbestånd med ett bokfört värde på ca 18 mdr kr avses att knoppas av till SBB:s aktieägare under namnet Amasten.

SBB och Aspelin Ramm har fram till nu ägt 50 procent vardera i ett samriskbolag (JV) som äger en utvecklingsfastighet i Gamlestaden, Göteborg. SBB har nu sålt sina aktier i JV-bolaget samt SKF:s tidigare huvudkontor, även det beläget i Gamlestaden, till Aspelin Ramm. Försäljningslikviden för den helägda fastigheten samt 50 procent av aktierna i det delägda bolaget uppgick till 700 miljoner kronor.

Den 17 november meddelade SBB att bolaget hade köpt tillbaka egna obligationslån (inklusive del av hybridobligationslånet) för totalt 501 miljoner Euro. De återköpta lånen hade ett nominellt värde av 631 miljoner Euro. Återköpet resulterar i en kursvinst på ca 1,4 miljarder kronor för SBB:s del. Merparten av kursvinsten kommer att redovisas under finansnettot, medan den del som avser hybridobligationerna kommer att bokföras direkt mot bokfört eget kapital i balansräkningen.

Kåpan utnyttjade den 21 november sin option att förvärva resterande 50 procent av aktierna i Svenska Myndighetsbyggnader (SMB) från SBB. Köpeskillingen kommuniceras inte av parterna, men vi uppskattar att SBB fick ca 1,7 miljarder kronor för sina aktier i SMB. Detta bolag (SMB) äger idag fastigheter för ca 16 miljarder kronor.

SBB offentliggjorde den 30 november att de kommer att avyttra 49 procent av aktierna i ett nybildat dotterbolag, Educo AB, där en samhällsfastighetsportfölj värd ca 45 miljarder kronor kommer att läggas. Educo AB kommer att konsolideras i SBB-koncernens resultat- och balansräkning, där endast minoritetens andel av resultat och eget kapital dras av. SBB får 9,2 miljarder kr i köpeskilling för 49 procent av aktierna i Educo med möjlighet till 1,2 miljarder kr i tilläggsköpeskilling. Denna tilläggsköpeskilling gör att det resultatmässiga utfallet för SBB:s del kan bli allt från minus 2,7 procent av bokfört värde vid försäljning av utbildningsfastigheterna till plus 2,7 procent av bokfört värde. Vi har i våra resultat- och balansräkningsprognoser antagit att SBB kommer att redovisa avyttringen av utbildningsfastigheterna till Educo till bokfört värde under kv1 och kv2 2023, där tillträde till 77 procent av fastighetsportföljen väntas ske per 30 december 2022 samt resterande del (23 procent) under kv2 2023.

Den sålda Educo-portföljen motsvarar SBB:s samhällsfastigheter med hyresgäster inom utbildningssektorn. Dessa fastigheter utgjorde 47 procent av ett totalt marknadsvärde på 97,1 miljarder kronor för SBB:s samhällsfastigheter per 30 september 2022. Direktavkastningen på Educo-portföljen uppgår till 4,1 procent baserat på prognosticerat driftnetto per 30 september 2022.

Bedömning av förändrad intjäningsförmåga i SBB efter transaktionerna

I nedanstående tabell har vi utgått från SBB:s kommunicerade intjäningsförmåga per 30 september 2022 samt avseende hyresintäkterna per 1 januari 2023 efter höjda hyror kopplade till KPI-klausuler i hyreskontrakten. I mitten-kolumnen har vi justerat för uppskattade effekter av bolagets transaktioner under november 2022 (försäljning av 49 procent av aktierna i Educo, avyttringarna av aktier i tidigare samriskbolag med Kåpan och Aspelin Ramm samt återköp av obligationslån). SBB kom själva med ett pressmeddelande om de finansiella effekterna av Brookfield-transaktionen samt återköpen av obligationslånen, där vi har lagt in dessa siffror i vår tabell.

Drifts- och underhållskostnader har vi höjt så att dessa per 30 september 2022 motsvarar bolaget faktiska överskottsgrad i beståndet de senaste tolv månaderna och därefter adderat ytterligare 3,5 procent för att ta hänsyn till inflationen. Vi har subtraherat uppskattat resultatandelar i intressebolag avseende nu avyttrade Svenska Myndighetsbyggnader och samriskbolaget med Aspelin Ramm. SBB får en ersättning för att förvalta Educo-portföljen på 1,8 procent av portföljens driftnetto eller ca 36 miljoner kronor, men detta påverkar inte de konsoliderade intäkterna för koncernen. SBB frigör genom transaktionerna ca 5,0 miljarder kronor (beaktat även återköp av obligationslån). Här har vi lagt in den av SBB kommunicerade siffran för förbättrat finansnetto om 161 miljoner kronor i årstakt.

Vi kommer fram till att SBB:s intjäningsförmåga per aktie minskar från 2,28 kronor till 1,83 kronor per stam-aktie som en följd av samtliga transaktioner. Den senare beräknade intjäningsförmågan har vi applicerat på vår värdering av SBB-aktien på sidan 6 med en tredjedels vikt.

SBB-koncernens intjäningsförmåga (mkr)	Per 2023-01-01	Effekter av transaktioner	Proforma efter transaktioner
Hyresintäkter	7743		7743
Drifts- och underhållskostnader	-2480		-2480
Driftnetto	5263		5263
Central administration	-200		-200
Resultat från intressebolag och förvaltningsarvode	979	-250	729
Finansiella intäkter	99		99
Finansiella kostnader	-1807	161	-1646
Förvaltningsresultat före utdelning	4334	-89	4245
Utdelning hybridobligationer	-538	45	-493
Utdelning D-aktier	-388		-388
Hänförligt till minoritetsandel	-86	-619	-705
Förvaltningsresultat hänförligt till stamaktieägare	3322	-663	2659
Vinst per aktie (SEK)	2,28		1,83
P/E (kurs 18,70 SEK i SBB stamaktie)	8,2		10,2

Källa: SBB:s kv3 2022-rapport (per 1 januari 2023), Carlsquare (prognos effekter av transaktioner).

Investment case, prognoser och värdering

Tyngdpunkten i SBB i Nordens fastighetsportfölj ligger på samhällsfastigheter. Denna kategori av fastigheter har en lägre motpartsrisk än kommersiella fastigheter som kontor, butik och industrilokaler. SBB har ett relativt bra arbitrage (1,9 procent) mellan 3,8 procent i direktavkastning på fastighetsportföljen och 1,9 procent i räntekostnader på koncernens lån. Vår riktkurs för SBB-aktien blir oförändrat 29 kronor i Bas-scenariot, jämfört med vår uppdatering efter kv3-rapporten den 28 oktober. Vår värderingsmodell består till två tredjedelar av en multipel-jämförelse med andra fastighetsaktier (P/E på intjäningsförmåga och kurs/substans) samt till resterande tredjedel av en kassaflödesvärdering av SBB.

Samhällsfastigheter ger en ökad trygghet

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

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj bokförd i ca 155 miljarder kronor per 30 september 2022. SBB har dominerat den svenska transaktionsmarknaden under de senaste åren inom samhällsfastigheter och bostäder samt har breddat sig mot övriga Norden. Värdemässigt fördelade sig SBB:s fastighetsvärde cirka 76 procent i Sverige, cirka 16 procent i Norge, cirka sju procent i Finland och cirka en procent i Danmark per 30 september 2022.

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

Offentliga hyresgäster är säkra hyresbetalare med stora lokalbehov. Dessa hyresgäster sitter ofta på långa hyreskontrakt (i genomsnitt elva års löptid i SBB:s kontraktsportfölj per 30 september 2022). Kommunala och statliga hyresgäster brukar dessutom sitta litet längre i sina lokaler som inte sällan är skräddarsydd för verksamheten. De brukar också i genomsnitt betala något mer i hyra jämfört med privata hyresgäster.

Stabila hyresgäster premieras i osäkra tider.

Skillnaden mellan segmentet för mer konjunkturkänsliga och offentliga hyresgäster blev tydligare i den konjunkturavmattning som pågick från februari/mars 2020 fram till den tidiga hösten 2021. Även dagens läge med stigande inflation och räntor ser ut att föra oss in i en lågkonjunktur. Tidigare premierades bolag som ägde kontors- och butiksfastigheter i centrala Stockholm och Göteborg där hyresnivån steg snabbt i en stark konjunktur med brist på nya lokaler. Nu är marknaden i balans och det finns inget större tryck uppåt på hyresnivåerna annat än det som orsakas av inflationsomräkningar från och med 1 januari 2023. Samhällsfastigheter är i stort sett opåverkade av denna förändring (med undantag av offentliga kontor).

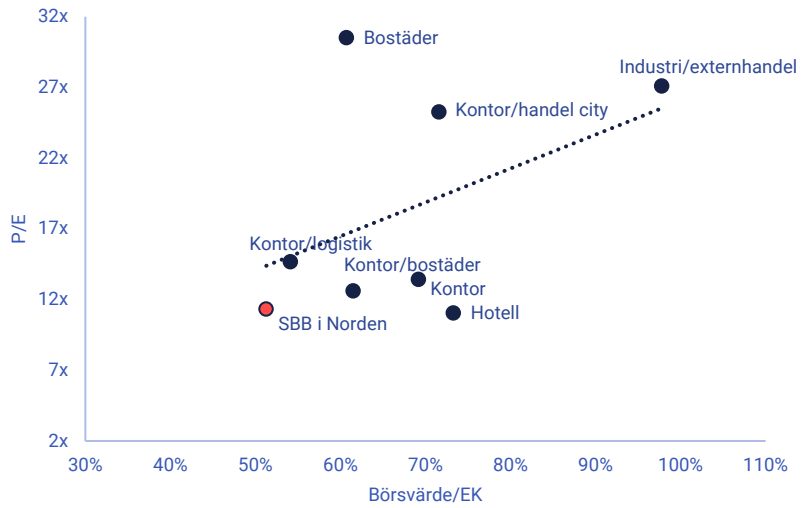
Värdering

Vi har sammanställt nyckeltalen för 38 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedanstående graf illustrerar att SBB-aktien värderas lägre än den övriga fastighetssektorn räknat efter såväl intjäningsförmåga som substansvärde. Jämfört med vår uppdatering efter SBB:s kv3 2022-rapport har värderingen av SBB-aktien förbättrats och närmar sig nu fastighetssektorns genomsnitt.

Bostadsbolagen värderas i genomsnitt till ett omkring tre ggr högre P/E-tal än SBB, som hade 35 procent andel bostäder i sin portfölj per 30 september 2022. Det blir fokus på detta nu när SBB har beslutat att knoppa av Amasten som ett eget börsnoterat bolag. Sannolikt kommer Amasten, i likhet men när bolaget tidigare var noterat, att värderas med en viss rabatt mot övriga bostadsbolag. Detta med tanke på att Amasten har ett mer landsorts-betonat bestånd jämfört med till exempel Heba och John Mattsson vars bostäder återfinns i Stockholms närförorter.

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

Nyckeltalsvärdering efter kategori av fastighetsbolag



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Oförändrad riktkurs för SBB:s stamaktie på 29 kronor i Bas-scenariot

SBB-aktien värderas till en substansrabatt om 49 procent beräknat efter fem procent latent skatt på övervärden fastigheter. Vi har reducerat SBB:s substansvärde med det undervärde på ca 2,7 miljarder kronor som finns i bolagets intressebolagsandel i JM, räknat på aktuell aktiekurs i JM och SBB:s bokförda värde på JM-posten om ca 6,1 miljarder kronor. Vi har också ökat det egna kapitalet i SBB genom att justera för bolagets återköp av egna obligationslån för 79 procent av nominellt belopp, vilket gav en reavinst på ca 1,4 miljarder kronor i november. D-aktierna i SBB antas kunna återköpas till aktuell börskurs.

Den svenska börsnoterade fastighetssektorn värderas efter årets kursnedgång till i genomsnitt 37 procent rabatt på sina substansvärden. Dessa substansvärden har justerats av Carlsquare avseende goodwill, hybridobligationer och marknadsvärden på aktieposter i andra fastighets- och byggbolag som avviker mot bokförda värden etcetera.

P/E-talsmässigt (värdering av resultat efter 10 procent schablonskatt exklusive värdeförändringar på fastigheter och derivat) ligger SBB på P/E 11x (läget per 30 september 2022) jämfört med fastighetssektorn på 23x mätt som ett genomsnitt av medianen och genomsnittet för 38 börsnoterade bolag.

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

Vi får en motiverad riktkurs på 29 kronor per stamaktie i basscenariot, vilket är oförändrat jämfört med vår kv3 2022-uppdatering den 28 oktober.

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 18 kronor per stamaktie (tidigare 18 kronor/stamaktie). I DCF-värderingen enligt detta scenario antar vi att kassaflödena från rörelsen blir 85 procent av nivåerna från Basscenariot.

I ett optimistiskt Bull-scenario beräknas ett motiverat värde på 40 kronor per stamaktie (oförändrat jämfört med tidigare). I DCF-värderingen enligt Bull-scenariot antar vi att kassaflödena från rörelsen blir 115 procent av nivåerna från Bas-scenariot.

Värdering (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	1,8	1,8	1,8
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt och median)	22,7	18,2	27,3
Motiverat värde, intjäning per aktie	**42**	**34**	**50**
Substansvärde, SBB-aktien (10% skatt på övervärden)	36,4	29,2	43,7
P/NAV fastighetsbolag (genomsnitt och median)	63%	51%	76%
Motiverad värdering på substans per aktie	**23**	**15**	**33**
Motiverat DCF-värde (+/-15% på kassaflödet)	**23**	**7**	**36**
Applicerat på intjäning	33%	33%	33%
Applicerad vikt för substansvärde	33%	33%	33%
Applicerat värde på DCF-värde	33%	33%	33%
Total vikt för båda värderingarna	100%	100%	100%
Värde per aktier I ett basscenario	**29**	**18**	**40**

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning Kv4 2021-Kv3 2023P (MSEK)

	Kv4 2021	Kv1 2022	Kv2 2022	Kv3 2022	Kv4 2022P	Kv1 2023P	Kv2 2023P	Kv3 2023P
Hyresintäkter	**1 695**	**1 831**	**1 878**	**1 888**	**1 777**	**1 945**	**1 951**	**1 967**
Driftskostnader	-347	-455	-349	-312	-364	-498	-373	-335
Underhåll	-110	-85	-90	-84	-115	-93	-96	-90
Förvaltningsadministration	-122	-103	-115	-130	-131	-137	-142	-148
Fastighetsskatt	-34	-35	-34	-29	-29	-30	-30	-31
Driftsnetto	**1 082**	**1 153**	**1 290**	**1 333**	**1 137**	**1 188**	**1 309**	**1 363**
Centraladministration	-52	-64	-213	-43	-42	-42	-41	-40
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	-46	-13	-17	-66	-50	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	2 229	434	-76	-846	264	168	199	168
Rörelseresultat före värdeförändringar	**3 212**	**1 510**	**984**	**378**	**1 309**	**1 314**	**1 467**	**1 491**
Finansnetto	-201	-249	-199	-370	-428	-451	-471	-506
Övriga finansiella poster	241	185	-932	-687	1 235	-6	-6	-6
Förvaltningsresultat	**3 253**	**1 446**	**-147**	**-679**	**2 115**	**857**	**989**	**979**
Värdeförändringar fastigheter, goodwill-justering & resultat för bostadsprod.	9 144	2 367	-1 021	-2 517	-1 300	500	525	551
Värdeförändringar derivat	1 151	-341	-1 444	630	0	0	0	0
Resultat före skatt	**13 548**	**3 472**	**-2 612**	**-2 566**	**815**	**1 357**	**1 514**	**1 530**
Aktuell skatt	-87	-132	-152	70	-29	-48	-53	-54
Uppskjuten skatt	-1 156	-401	43	415	-94	-156	-174	-176
Periodens resultat	**12 305**	**2 939**	**-2 721**	**-2 081**	**693**	**1 154**	**1 287**	**1 300**
Vinst per aktie (SEK)	8,63	1,86	-1,99	-1,53	0,31	0,54	0,63	0,61
Förvaltningsresultat efter betald skatt	**3 166**	**1 314**	**-299**	**-609**	**2 087**	**810**	**936**	**925**
Resultat hänförlig stam A och B	**12 530**	**2 709**	**-2 889**	**-2 225**	**448**	**783**	**914**	**892**
Resultat just. för värdeförändringar, hänförligt till stam	**2 231**	**683**	**-424**	**-338**	**1 748**	**283**	**389**	**340**

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

Resultaträkning, helår 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Hyresintäkter	**5 121**	**5 930**	**7 374**	**7 837**	**7 976**
Driftskostnader	-987	-1 114	-1 480	-1 623	-1 652
Underhåll	-323	-322	-374	-411	-419
Förvaltningsadministration	-217	-317	-479	-580	-631
Fastighetsskatt	-115	-130	-127	-123	-133
Driftsnetto	**3 479**	**4 047**	**4 913**	**5 100**	**5 142**
Centraladministration	-224	-290	-362	-163	-154
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	-52	-86	-146	0	0
Resultat från intresseföretag och förvaltningsarvode	144	2 814	-224	765	804
Rörelseresultat före värdeförändringar	**3 347**	**6 485**	**4 181**	**5 702**	**5 792**
Finansnetto	-807	-737	-1 246	-1 970	-2 197
Övriga finansiella kostnader	-66	-58	-199	-25	-26
Förvaltningsresultat	**2 474**	**5 690**	**2 735**	**3 708**	**3 569**
Värdeförändr. fastigheter & resultat bostadsprod.	8 074	21 117	-2 471	2 155	2 750
Värdeförändringar derivat	-207	2 487	-1 155	0	0
Resultat före skatt	**10 341**	**29 294**	**-891**	**5 863**	**6 319**
Aktuell skatt	-164	-247	-243	-205	-221
Uppskjuten skatt	-1 093	-3 446	-37	-674	-727
Periodens resultat	**9 084**	**25 601**	**-1 170**	**4 983**	**5 371**
Förvaltningsresultat efter betald skatt	**2 310**	**5 443**	**2 493**	**3 502**	**3 348**
Resultat hänförligt till stam A och B	**7 291**	**23 697**	**-1 957**	**3 424**	**3 711**
Resultat just. för värdeför. hänför. stam	**-576**	**93**	**1 669**	**1 474**	**1 182**
Tillväxt	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Hyresintäkter	157%	16%	24%	6%	2%
Driftsnetto	175%	16%	21%	4%	1%
Rörelseresultat före värdeförändringar	194%	94%	-36%	36%	2%
Förvaltningsresultat	284%	130%	-52%	36%	-4%
Resultat före skatt	230%	183%	-103%	-758%	8%
Periodens resultat	246%	182%	-105%	-526%	8%
Marginaler	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Överskottsgrad	68%	68%	67%	65%	64%
EBIT-marginal före värdeförändringar	65%	109%	57%	73%	73%
Förvaltningsresultat-marginal	48%	96%	37%	47%	45%
Resultat före skatt-marginal	202%	494%	-12%	75%	79%
Resultat efter skatt-marginal	177%	432%	-16%	64%	67%

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

Balansräkning, helår 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Immateriella anläggningstillgångar	6 319	6 066	5 374	5 374	5 374
Förvaltningsfastigheter	90 185	149 335	151 711	156 021	161 390
Nyttjanderätt tomträtt	614	639	702	702	702
Inventarier	22	48	48	48	48
Summa materiella anläggningstillgångar	97 140	156 088	157 835	162 145	167 514
Andel i intresseföretag/JV	2 867	16 373	13 670	14 436	15 240
Fordringar hos intressebol. /JV	827	3 885	1 891	1 891	1 891
Derivat	129	547	2 133	2 133	2 133
Finansiella tillgångar, verk. värde	2 931	4 530	1 900	1 900	1 900
Andra långfristiga fordringar	0	207	70	70	70
Summa finansiella anläggningstillgångar	6 753	25 542	19 664	20 430	21 234
Summa anläggningstillgångar	103 893	181 630	177 499	182 575	188 748
Kundfordringar	91	219	73	74	62
Fordringar og intressebol. /JV	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	279	169	169	169
Övriga fordringar	2 398	1 959	2 202	2 226	1 939
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	243	540	717	723	654
Summa kortfristiga fordringar	2 732	2 997	3 161	3 191	2 823
Kortfristiga placeringar	0	53	512	512	512
Likvida medel	13 606	9 837	10 175	7 986	11 806
Summa omsättningstillgångar	16 338	12 887	13 848	11 689	15 142
Summa tillgångar	**120 231**	**194 517**	**191 347**	**194 264**	**203 890**
Summa Eget kapital	52 136	82 971	83 650	88 777	92 176
Skulder till kreditinstitut	11 995	21 974	31 429	30 821	31 227
Obligationslån	34 663	51 919	47 887	45 972	47 249
Derivat	267	30	294	294	294
Uppskjutna skatteskulder	7 172	10 428	10 454	11 128	11 855
Skuld finansiell leasing	614	639	701	701	701
Övriga långfristiga skulder	1 020	292	188	188	188
Summa långfristiga skulder	55 731	85 282	90 953	89 104	91 513
Skulder till kreditinstitut	69	1 758	2 714	2 596	2 675
Företagscertifikat	5 418	11 169	1 980	1 760	1 907
Obligationslån	3 121	1 175	4 865	4 727	4 819
Leverantörsskulder	117	181	326	331	488
Aktuella skatteskulder	166	418	287	296	558
Övriga skulder	2 098	9 530	5 026	5 076	6 597
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1 375	2 033	1 546	1 597	3 157
Summa kortfristiga skulder	12 364	26 264	16 744	16 382	20 200
Summa eget kapital och skulder	**120 231**	**194 517**	**191 347**	**194 264**	**203 890**

Likviditet	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Balanslikviditet	22%	11%	19%	19%	14%
Likviditetsgrad	132%	49%	83%	71%	75%
Kassa/kortfristiga skulder	110%	38%	64%	52%	61%

Soliditet	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	-42 274	-78 744	-78 890	-78 079	-76 259
Nettoskuld/EBIT	12,6x	12,1x	18,9x	13,7x	13,2x
Nettoskuld/EK	81%	95%	94%	88%	83%
Skuld/EK	107%	107%	107%	98%	96%
Soliditet	43%	43%	44%	46%	45%

Lönsamhetsmått	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Avkastning på eget kapital	29%	49%	-1%	6%	6%
Avkastning på totalt kapital	11%	25%	1%	4%	4%
Avkastning på investerat kapital	9%	22%	-1%	2%	2%

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

Kassaflöde, helår 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	2 247	2 415	4 489	2 737	2 544
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	-1 720	21	-250	-30	367
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	-7 522	2 184	-1 993	115	3 500
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-6 995	4 620	2 247	2 823	6 412
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-15 386	-55 899	-11 136	-8 620	-10 478
Försäljning av fastigheter	12 903	20 241	4 856	6 465	7 858
Investeringar/försäljning inventarier	-3	-31	-6	0	0
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-1 626	-9 234	2 288	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-73	0	0	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	307	-3 049	2 005	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	-1 323	180	3 999	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	44	-169	140	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	**-5 156**	**-47 962**	**2 146**	**-2 155**	**-2 619**
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	2 784	0	0	0	0
Nettoemission hybridobligationer/konvertibler	12 481	1 893	-693	0	0
Inlösta preferensaktier	0	-20	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	0	58	0	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-855	-1 846	-2 729	-1 972	-1 972
Nettoförvärv minoritetsandelar	-2 356	2 528	7 061	2 116	0
Nettoupptagning av lån	-185	32 355	-4 500	-3 000	2 000
Förändring övriga långfristiga skulder	1 052	4 579	-3 228	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	**12 921**	**39 546**	**-4 089**	**-2 856**	**28**
Periodens kassaflöde	**770**	**-3 796**	**303**	**-2 188**	**3 820**
Likvida medel, periodens börj.	12 858	13 606	9 837	10 175	7 986
Valutakursändring i likvida medel	-22	27	35	0	0
Likvida medel vid periodens slut	**13 606**	**9 837**	**10 175**	**7 986**	**11 806**

Nyckeltal	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	0,44x	0,41x	0,61x	0,35x	0,32x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	0,02x	0,01x	0,02x	0,01x	0,01x
Utdelning kronor per stam-aktie	1,00	1,32	1,32	1,32	1,44

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.