

Initieringsanalys

ALM EQUITY AB

ALM Equity har varit bostadsutvecklare i Stockholm sedan 2006. En ny struktur skapades 2018 med fyra affärsområden: Förvaltning, Projektutveckling, Entreprenad och Digitala Tjänster.

VD: Joakim Alm
SO: Maria Wideroth

Bloomberg: ALM:SS
Refinitiv Eikon: ALM.ST
Lista: Nasdaq First North

Aktie ser. B, senast: 515,0 SEK
Marknadsvärde: 6 712 MSEK

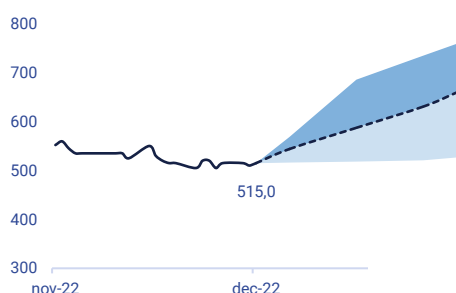
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-49,0	-48,3	-32,0	-8,9

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	527	660	759
Upp-/nedsida (%)	2,3	28	47

Källa: S&P Capital IQ and Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Fredrik Nilsson
Associate Equity Analyst

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Från bostadsbyggare till bolagsbyggare

ALM Equity har nyligen överfört majoriteten av en upparbetad byggrättsportfölj i en rad strukturella affärer mot ägandeskap i fastighetsbolag och lagt en tydlig strategi för portföljerna. Carlsquare Equity Research inleder bevakning av ALM Equity med ett motiverat värde per aktie om 660kr för de kommande 6–12 månaderna.

Majoriteten av byggrätterna har tillskjutits mot ägandeskap i intressebolag

Joakim Alm har expanderat ALM Equity från ett fåtal bostadsrättsprojekt 2006 till en bostadskoncern som äger fastighetsbolag genom hela värdekedjan. På senare tid har koncernen både anskaffat byggrätter genom bolagsförvärv och apportionerat stora delar av den aggregerade byggrättsportföljen mot ägandeskap i projektorienterade fastighetsbolag. Inkluderat förvärvet av Järntorget expanderade ALM Equity byggrättsportföljen under 2021 från cirka 13 300 enheter till 17 700 enheter för att sedan apportionera 11 000 byggrätter under andra kvartalet 2022 till JV-bildade Klövern för cirka 46 procent ägarskap. Efter den mer nyligen gjorda apportioneringen av 1 500 byggrätter mot cirka 35 procent ägande i Aros Bostad besitter nu ALM Equity majoriteten av byggrättsportföljerna indirekt genom intressebolag. Den kvarvarande operationella verksamheten i koncernen riktas mot att färdigställa förvaltningsportföljen till Svenska Nyttobostäder till 2025.

JV-projekt med 2,1 mdkr i NOI och 47–60 mdkr i förvaltningsvärde

Den aggregerade byggrättsportföljen gjorde ALM Equity till en ledande aktör sett till antalet byggrätter i Stockholm. ALM Equitys apportionerade byggrättsportfölj till Klövern, som tillsammans med Corems överförda byggrätter, uppgår till 24 000 enheter varav majoriteten fortfarande består av planerade byggrätter. JV-bolaget räknar med att den totala portföljen ska färdigställas inom en tioårs-period och generera ett årligt driftnetto på cirka 2,1 mdkr. Baserat på en genomsnittlig direktavkastning om 3,5–4,5% vid uppförandet av Klöverns portfölj kommer intressebolaget nå en förvaltningsportfölj värd 47–60 mdkr, varav ALM Equity äger till cirka 46 procent. Sett till dagens fastighetsvärden i ALM Equity innebär JV-bolagets värdeutveckling på portföljen ett årligt tillväxtbidrag om 13–17%.

Initierar bevakning med ett motiverat värde om 660 kr per aktie

Med en SOTP-ansats värderar vi de interna tillgångarna och intressebolagen separat som vi för samman till 660 kronor per aktie, inom intervallet 527–759 kronor per aktie. Vårt Bull- till Bear-intervall baseras på att förvaltningsportföljerna i Svenska Nyttobostäder och Klövern utvecklas med genomsnittligt direktavkastningskrav om 3,0–4,5%, där intressebolagen avkastar 3,5% i basscenariot.

Likt många sektorkollegor handlas aktien till en substansrabatt, drygt 30% lägre än bokförda tillgångsvärden. Våra prognoser renderar i ett EPRA NAV/aktie 2022E om 684kr och vår värdering landar i en implicit P/E 2022E om 8,9ggr, i linje med P/E 2022E för JM.

Nyckeltal

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning (mkr)	1 681	1 759	2 096	7 477	1 408	1 356
EBITDA (mkr)	173	265	3 359	1 005	202	216
EBITDA. Just. (mkr)	173	265	198	1 005	202	216
EBITA. Just (mkr)	139	231	154	967	164	178
EBT. Just (mkr)	432	233	296	1 041	8	26
EPS. (kr)	19,5	10,5	312,4	73,8	0,3	1,6
EPS. Just (kr)	19,5	10,5	15,0	73,8	0,3	1,6
Tillväxt, nettoomsättning	-27%	5%	19%	257%	-81%	-4%
EPS. Just. Tillväxt	0%	-46%	2886%	-77%	-100%	429%
EBITDA marginal. Just	10%	15%	9%	13%	14%	16%
ROA	3,3%	2,0%	25,8%	5,6%	0,0%	0,1%
ROE	13,1%	6,0%	47,8%	14,1%	0,1%	0,3%
EV/Sales (x) (Nuv)	3,4	7,3	8,5	1,3	6,9	7,2
EV/EBITDA. Just (x) (Nuv)	33	49	90	10	48	45
P/E (ggr) (nuv)	26,4	48,9	1,6	7,0	1674,1	316,4
Utdelning/stamaktie (kr)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF yield/aktie (kr)	-79,3	-72,1	-97,5	-59,2	-8,8	-46,4
Nettoskuld/EBITDA (x)	18,6	16,0	15,7	3,5	18,5	20,6
Rörelsekapital/Tillgångar	59%	42%	67%	48%	48%	47%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

Investment Case.....	3
Investment Caset i grafer.....	4
Antaganden och prognoser.....	5
Värdering.....	5
Introduktion till bolaget.....	7
ALM Equity i en översikt.....	7
Projektutveckling.....	12
Förvaltning.....	15
Entreprenad.....	17
Digitala Tjänster.....	18
Finansiell ställning.....	19
Marknadsförutsättningar.....	20
Den svenska fastighetsmarknaden.....	20
Sektorkollegor och jämförelsegrupp.....	22
Skattningar och antaganden.....	24
Genomgång av resultat-och balansräkningen.....	24
Värdering.....	28
Risker och utmaningar.....	31
Nyckeltal och räkenskaper.....	32
Friskrivning.....	35

Investment Case

Guidning över färdigställande i Nyttobostäder (Nytto) och Klöver innebär mer än en fördubbling i fastighetsvärden i ALM Equity. Bolaget värderas samtidigt för första gången i listad miljö till rabatt om drygt 30 procent relativt substansvärdet. Trots utmanande förutsättningarna för bostadsutveckling med höga byggkostnader och stigande finansieringskostnader bedömer vi rabatten som omotiverad givet substansstillväxten.

- **Strukturellt stark efterfrågan på bostäder i Stockholms län.** Bostadsbrist råder i en övervägande del av landet och i synnerhet Stockholmsområdet. Detta pådrivet av kraftig befolkningstillväxt. I ett decennium har befolkningen ökat med cirka 30 000 personer per år medan nybyggnation bara tillgodosett ungefär hälften av inflyttningstakten.
- **Ledande byggrättsportfölj i Stockholmsområdet.** Sett till storleken på den upparbetade byggrättsportföljen är ALM Equity bland de ledande bostadsutvecklarna i Stockholmsområdet. Innan koncernens senaste apportemissioner i Klöver och Aros Bostad uppgick koncernens portfölj till 17 712 byggrätter. Nu besitter ALM Equity en större del av den totala portföljen indirekt då 11 000 byggrätter kommer färdigställas inom Klöver och cirka 1 500 byggrätter kommer färdigställas inom Aros Bostad.
- **Lyft i koncern-EBITDA med utdelningar från Nytto och JV-bolag på sikt.** ALM Equity har sin bakgrund som renodlad bostadsutvecklare där kassaflöden i stor utsträckning varit projektbaserade. Historiskt har EBITDA-marginalen legat omkring 7–13 procent men i takt med att förvaltningsportföljerna växer kan resultaten från intressebolagen lyfta koncern-EBITDA. Enligt våra uppskattningar bidrar utdelningarna från förvaltningsbolagen med ungefär 8 procent av koncern-EBITDA 2023, något som kan växa till cirka 27 procent av EBITDA fram till 2032, enligt dagens projektplaner.
- **Substansrabatt i aktien och Klöver kan ge ett tillväxtbidrag på 13–17% i substansen.** Historiskt har ALM Equity-aktien handlats till en premie i förhållande till dess bokförda tillgångsvärden. I dyningen av ett högre ränteläge och ökade avkastningskrav på marknaden, samt inflationstryck på byggmaterial, så har sektorn handlats ned och ALM Equity är inget undantag. Idag handlas ALM Equity till cirka 33 procents rabatt mot substansvärdet och vi ser god uppsida i aktien med hänsyn till den kommande substansstillväxten. Vår SOTP-värdering som till stor del bygger på att diskontera framtida fastighetsvärden i Nytto och Klöver renderar i 660kr per aktie.

Styrkor

- Väl positionerade med produktion som är orienterat mot hyresfastigheter
- Starkt varumärkeserkännande med konceptualiserad bostadsproduktion
- Förmåga att få hög intäkt per BOA med effektivt planerade lägenheter

Svagheter

- Lägre grad av transparens i total byggrättsportfölj än sektorkollegor
- Ledningskoncentrerad ägarbas kan begränsa institutionellt ägarintresse
- Majoriteten av byggrätterna i portföljerna är inte påbörjade än

Möjligheter

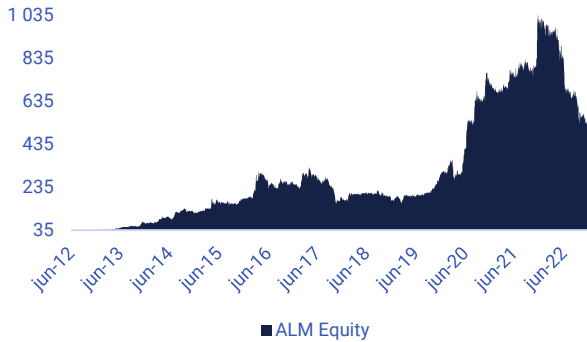
- IPO-möjlighet för Klöver tänkbart
- Fler värdeskapande förvärv likt Järntorget och Småa
- Fortsatta byggrättsinvesteringar i koncernen som kan tillskjutas koncernbolagen

Risker

- Avstannade och uppskjutna bostadsprojekt till följd av inflationstryck på byggmaterial
- Svårigheter att refinansiera sina obligationer på kreditmarknaden
- Ökande avkastningskrav kan leda till värdenedskrivningar i befintliga portföljer

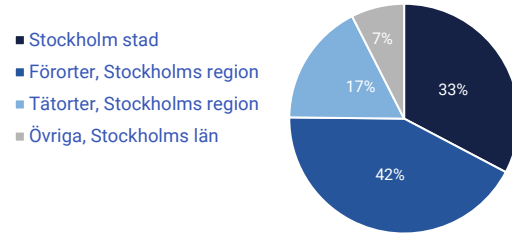
Investment Caset i grafer

Aktien har levererat 1 352% avkastning sedan börsnotering



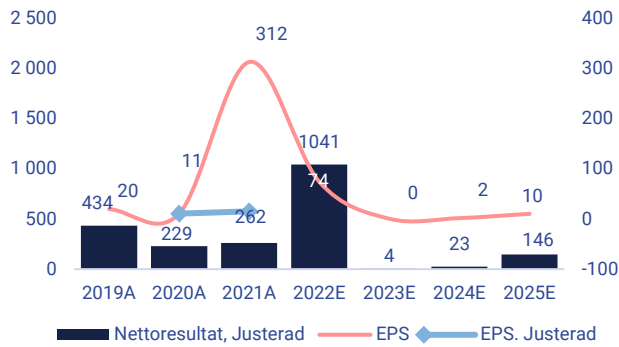
Källa: Capital IQ och Carlsquare

Äger fastighetsbolag i Stockholms län



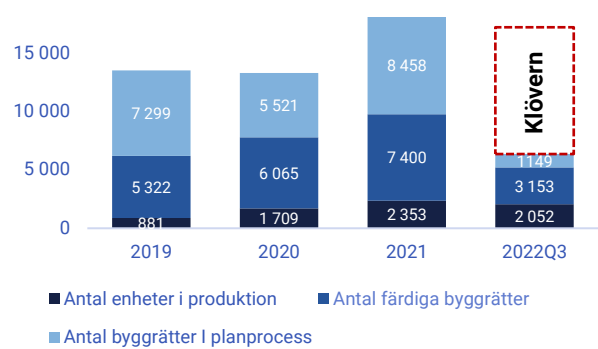
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Produktion fokuserat mot Nytt med est. NOI 600 MSEK



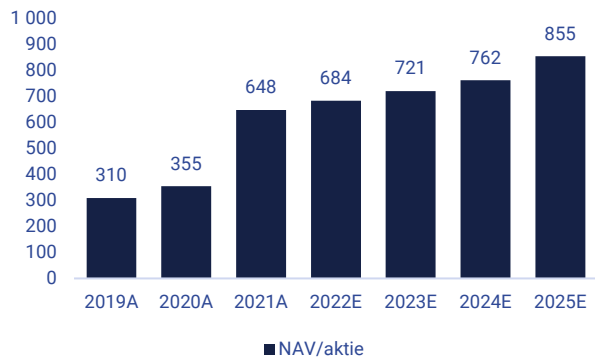
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

...och Klöverns portfölj förväntas generera +2mdkr i NOI



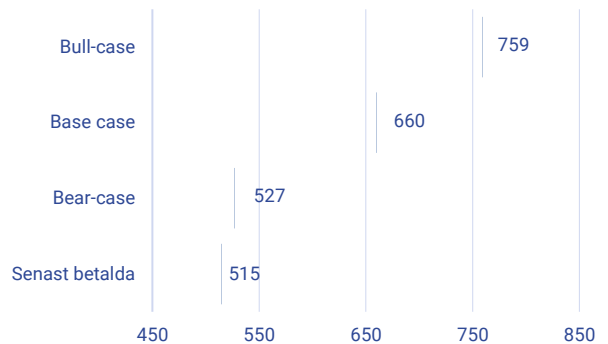
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Solid NAV-utveckling och stark utvecklingspotential när Klöverns 24 000 byggrätter utvecklas...



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

...och vår SOTP-värdering innebär en uppsida i aktien

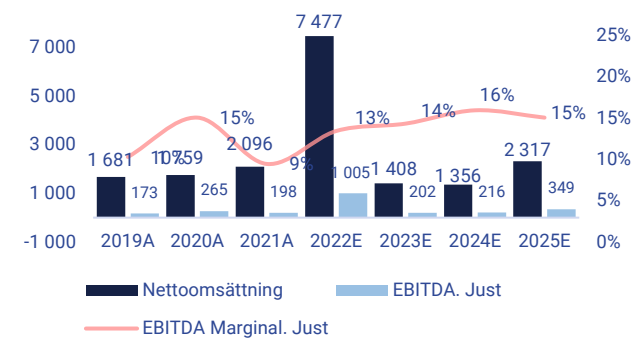


Källa: Carlsquare prognoser

Antaganden och prognoser

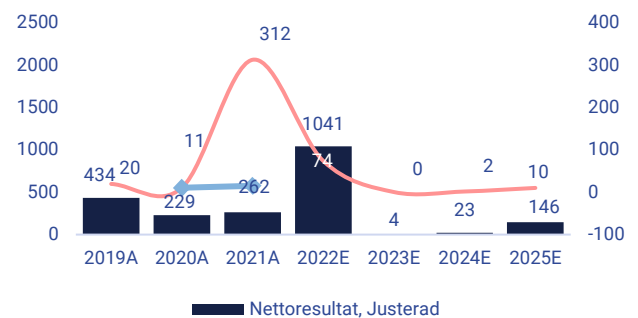
Produktionskapaciteten i ALM Equity allokeras för att färdigställa förvaltningsportföljen till Nytto, som enligt projektplanen tillträder sina förvaltningsfastigheter löpandes fram till 2025. Vi använder projektplanen till Nytto som huvudsaklig grund för våra investerings- och försäljningsprognoser inom ALM Equity-koncernen. I samband med JV-affären med Corem under 2021 så har ALM Equity frånträtt majoriteten av sin portfölj som enligt koncernen kan generera driftnetto om 2,1 miljarder kronor fram mot 2032. Vi räknar med att Klöveren uppnår en produktionstakt om sju procent per år. Det innebär att Klöveren färdigställer 75 procent av sin förvaltningsportfölj till och med 2032, vilket kan anses vara konservativt. I våra skattningar räknar vi med en EBITDA-marginal om tio procent för 2022, vilken kraftigt reduceras under året till följd av nedskrivningarna under kv3 på 778 miljoner, kronor och en normaliserad EBITDA-marginal om 13 procent fram vid 2025.

Nettoomsättning & EBITDA (Justerad), MSEK



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vinst & EPS (MSEK & kr/aktie)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Då en stor del av den operativa verksamheten i ALM Equity-koncernen nu bedrivs genom intressebolag har vi värderat ALM Equity genom en SOTP-ansats ("Sum-Of-The-Parts"). Med vår värderingsansats värderar vi tillgångarna för intressebolagen Nytto och Klöveren separat som vi sedan kombinerar för att nå ett värde per aktie. För Nytto och Klöveren, som ALM Equity äger till 45 procent respektive 46 procent, nuvärdesberäknar vi tillgångsvärdena utifrån när portföljerna väntas vara färdigställda. För att reflektera osäkerheten i framtida förvärvsvärden på fastigheter använder vi ett direktavkastningsintervall mellan 3–4,5 procent med 3,5 procent i basscenariot. För ALM Equitys koncerninterna fastighetstillgångar tillhörande projektverksamheten i dotterbolagen applicerar vi en P-NAV-multiplikation om 0,48ggr baserat på vad börsnoterade sektorkollegor handlas till idag. Vår värderingsansats renderar i ett motiverat värde per aktie om 660kr i ett basscenario, 527kr i bear-scenario och 759kr i ett bull-scenario.

SOTP-värdering baserat på 3,5% i direktavkastningskrav och P/NAV-multiplikation om 0,48x.

SOTP-sammanfattning (Output)

Svenska Nyttobostäder	mkr
ALM Equitys ägarandel (45%)	2 628
Klöveren	mkr
ALM Equitys ägarandel (46%)	3 769
ALM Equity, egen förvaltning	mkr
Värde	30
ALM Bostad, Järntorget, Småa, Abacus	mkr
Värde	1 204
Aros Bostad, marknadsvärde	mkr
ALM Equitys ägarandel (22,9%)	627
Implicit värde	8 258
Preferensaktieägare	-1191
Utstående aktier, ALM Equity, m	10,7
Värde/aktie, base	660

(Se i värderingsavsnittet för hela modellen). Källa: Carlsquare Equity Research

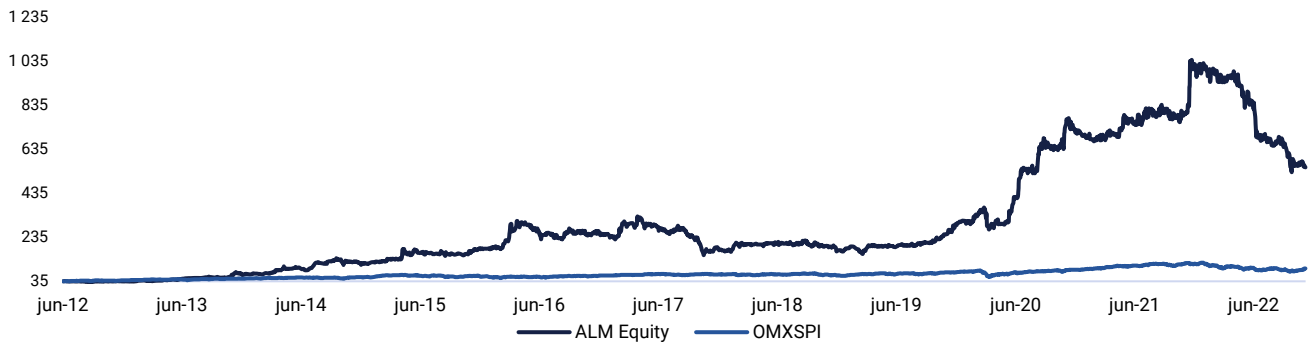
Värderingsintervall per aktie



Veckograf. RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ

Aktie- och värderingsutveckling

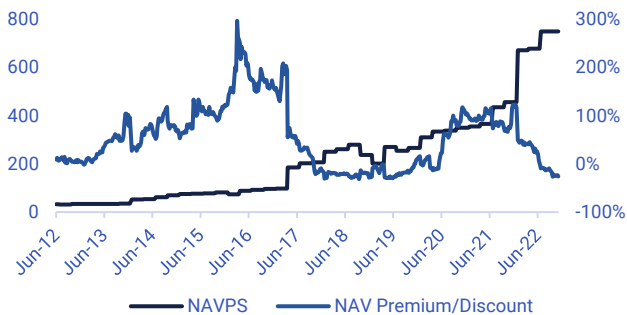
ALM Equity, aktieutveckling



Veckograf. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

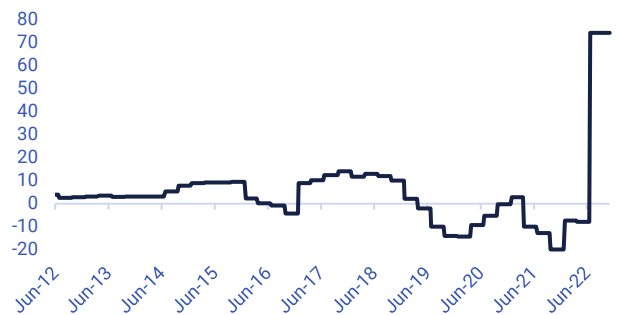
Sedan börsnotering har ALM Equity-aktien avkastat 1 353 procent till sina stamaktieägare värderats till en premie i förhållande till sitt bokförda substansvärde. I samband med att ALM Equity planerade för att kvarhålla bostäder för egen förvaltning har substansförhållandet till kursen minskat. Nu handlas aktien till en substansrabatt i ett klimat av stigande räntor och ett starkt inflationstryck på insatsvaror som försvårar nyproduktion.

NAVPS & Premium/discount



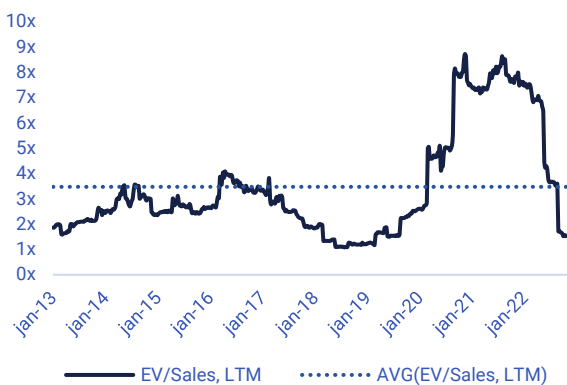
Veckograf. RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ

EPS, RTM



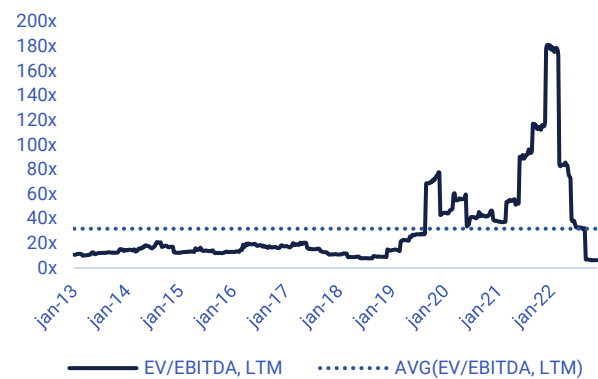
Veckograf. RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ

EV/Sales, RTM och genomsnittlig nivå



Veckograf. RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ

EV/EBITDA, RTM och genomsnittlig nivå



Veckograf. RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ

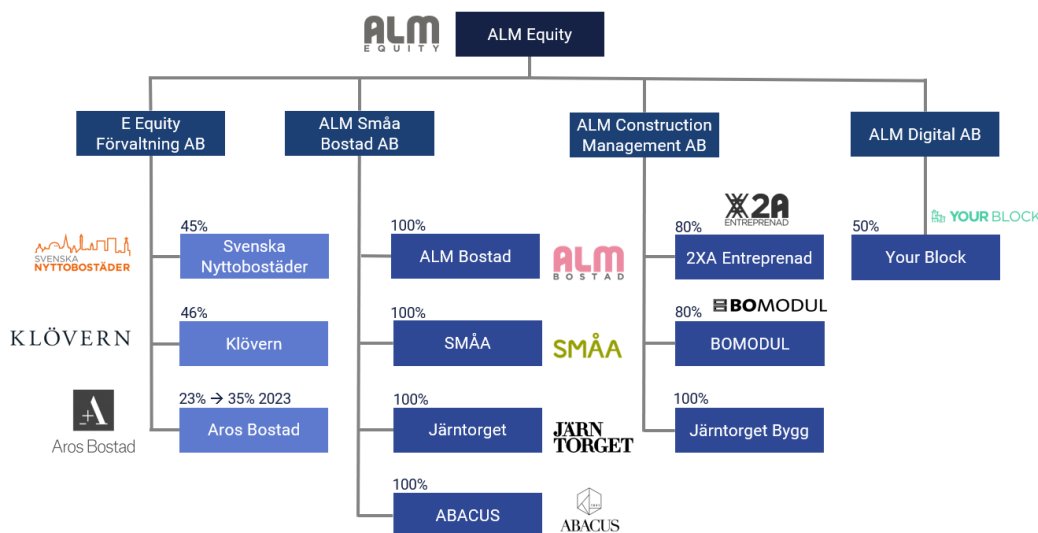
Introduktion till bolaget

ALM Equity, grundat av Joakim Alm, har varit ett framgångsrikt bostadsutvecklingsbolag i Stockholmsregionen sedan 2006. Från att ursprungligen ha jobbat med att sälja mindre bostadsrättsprojekt har verksamheten ungefär tiodubblats i storlek, där även andra upplåtelseformer som förvaltade hyresrätter blivit en del av verksamheten. 2021 utvecklades ALM Equity mot att bli ett investmentbolag med ägande i samtliga delar av bostadsutvecklingsaffären, från produktion till förvaltning.

ALM Equity i en översikt

ALM Equity (ALM Equity, eller koncernen) grundades 2006 som en bostadsutvecklare. Nu bedriver koncernen verksamhet i hela värdekedjan genom bolag i sina fyra affärsområden: projektutveckling, förvaltning, entreprenad och digitala tjänster. ALM Equity-koncernen har både bildat egna varumärken som Svenska Nyttobostäder liksom adderat verksamheter i bolagsportföljen med förvärv, där Järntorget 2021 var det största hittills. Fokus vid förvärv har varit att utöka bolagsportföljen med fastighetsprojekt men även att finna bolag som kan utveckla den gemensamma affären, både varumärkes- och kompetensmässigt.

Förenklad koncernstruktur



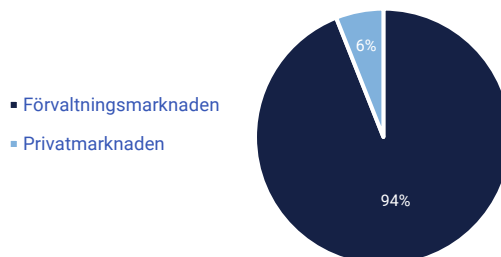
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Ägarstruktur i ALM Equity

Ägare	% av kapital	% av röster	Land
Joakim Alm inkl. Bolag	26,7%	50,6%	SE
Dooba Investments Limited	4,6%	8,3%	UK
Johan Wachtmeister inkl. Bolag	2,8%	5,2%	SE
John Rosén	1,8%	2,8%	SE
Dammskogen Förvaltning AB	1,7%	3,4%	SE
Aeternum Capital AS	1,6%	3,2%	NO
Johan Unger inkl. Familj	0,7%	1,3%	SE
Ulf Jönsson	1,5%	0,3%	SE
Gunnar Mannerheim	1,5%	0,3%	SE
Verdipapirfondet Odin Eiendom	0,5%	1,0%	NO
Total ägarandel	43,3%	76,4%	
Free float			66%
Inhemskt ägande av listat kapital			88%

Källa: Holdings och bolagsinformation

Nuvarande marknadsorientering



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare Equity Research.

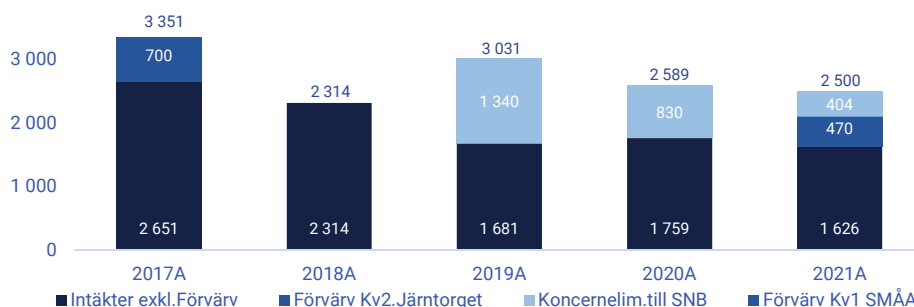
Historisk utveckling

Koncernens intäkter utgörs av hyresintäkter från bolagets förvaltningsverksamhet samt projektintäkter vid försäljning av bostäder till den externa marknaden. Förvaltningsverksamheten är relativt ung där lejonparten av intäkterna kommer från projektverksamheten. I första fasen av ALM Equitys bolagshistoria förvärvades enbart färdiga bygggrätter. Varje bostadsprojekt finansierades enskilt och till stor del av förmögna investerarkollektiv. Då utgjordes finansieringen till omkring 25 procent av ALM Equity och resterande från JV-samarbeten (samriskbolag). I takt med att den egna finansiella kapaciteten vuxit har ALM Equity succesivt ökat sin operationella risk och tagit sig an större detaljplaneringsprojekt. Enligt ALM Equity äger koncernen idag i genomsnitt cirka 75 procent av de utvecklingsprojekt som de driver.

ALM Equity genererar intäkter från Projektutveckling och fastighetsförvaltning

ALM Equity bygger sin förvaltningsportfölj med utgångspunkt i en engagerad stadsutveckling. Förvaltningsbolaget Svenska Nyttobostäder samt gruppens projektutvecklingsbolag, ALM Bostad, har bildats och expanderats av koncernen. Nytto har idag en bostadsportfölj som utvecklas av ALM Equity-koncernen om totalt 5 756 bostäder med ett förväntat driftnetto om 600 mkr 2025. Nytto noterades tredje kvartalet 2020 på Stockholm First North Market. ALM Equity har succesivt minskat sitt ägande i Nytto, och vid kv4 2021 avkonsoliderades det dåvarande dotterbolaget. Idag äger ALM Equity 45 procent av Nytto. Försäljningsvärdena från ALM Equity till Nytto på 1 340 mkr 2019, 2 589 mkr 2020 och 404 mkr 2021 har därav inte synts i koncernens intäkter. I stället har motsvarande försäljningsvärden ökat fastighetsvärdet i balansräkningen och därefter genererat förvaltningsintäkter och driftnetto.

Nettoomsättning ALM Equity (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare Equity Research

Småa Bostad förvärvades 2017 av dåvarande huvudägare JM och HSB samt övriga aktieägare som mestadels bestod av personal. Småa-förvärvet bidrog under förvärvsåret med intäkter om cirka 700 mkr och ett rörelseresultat om cirka minus 13 mkr. I samband med affären slogs en del av Småa samman med en verksamhet i ALM och blev 2xA Entreprenad, som har blivit en pelare i ALM Equity-koncernens entreprenadverksamhet. Under andra kvartalet 2021 förvärvades Järntorget som tillförde en konsoliderad omsättning på 470 mkr och ett nettoresultat om 75 mkr. Pro-forma tjänade Järntorget 970 mkr under 2021. I Järntorget-affären ingick även projektutvecklingsbolaget ABACUS och trämodulstillverkaren Bomodul.

2017: ALM Equity förvärvar SMÅA med en projektportfölj överstigande 1 mdkr.

2021: ALM Equity förvärvar Järntorget vilket adderar cirka 1 825 bygggrätter i portföljen

Klövern-portföljen förväntas generera ett driftnetto om 2,1 mdkr

Under andra kvartalet 2022 återbildade ALM Equity förvaltningsbolaget Klövern (som tidigare varit ett varumärke för flera olika börsnoterade förvaltande fastighetsbolag från 1980-talet och framåt) i ett JV-samarbete med Corem Property Group. I samband med bildandet av Klövern avyttrade ALM Equity 11 000 bygggrätter till Klövern för ett värde om cirka 4 mdkr jämte aktieägartillskott motsvarande 900 mkr. För ALM Equity innebar affären en vinst på 1 850 mkr då de avyttrade fastigheterna i affären apportionerades in till fastighetsvärden om totalt cirka 1,6 miljarder kronor. Med bildandet av Nytto (2019) har den expanderade förvaltningsportföljen i dotterbolaget tillsammans med andra JV-bolag genererat resultat på 35 mkr 2019, 100 mkr 2020, 128 mkr 2021 samt 42 respektive 49 mkr i kv1 och kv2 2022. Vid färdigställande av Klöverns portfölj om totalt cirka 24 000 bygggrätter (varav cirka 13 000

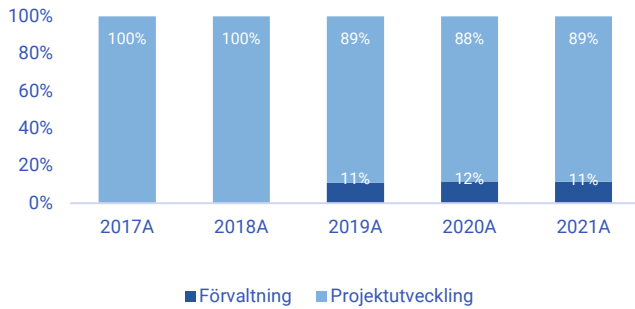
Kv2 2022: ALM Equity apportionerar 11 000 bygggrätter i JV-bolag tillsammans med Corem

från Corem) förväntas Klövern generera ett driftnetto om 2,1 mdkr. Det innebär att bolaget i så fall kommer att bli ett av de största förvaltningsbolagen i Sverige.

Under kv4 apporterade ALM Equity cirka 1 500 byggrätter i börsnoterade Aros Bostad mot 35 procent ägande av bolaget. Apporten motsvarar en köpeskilling om 1 465 mkr varav cirka 34 procent av affären består av konvertibler som kommer växlas mot aktier under 2023/2024. Efter strukturaffären med Klövern och apportaffären med Aros äger ALM Equity en byggrättportfölj om cirka 6 862 enheter (1 900 enheter utöver Nytto-portföljen).

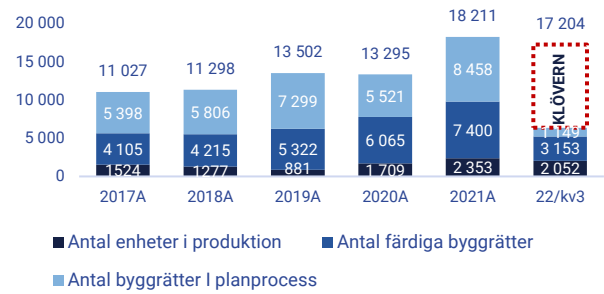
Kv4 2022: ALM Equity apporterar 1 500 byggrätter mot cirka 35 procent av Aros Bostad

Historisk intäktsfördelning per affärsområde



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare Equity Research. Baserad på samlade koncernelimineringar, intäkter för Digitala Tjänster, och justeringar i Projektutveckling. Justerat för JV-andelar.

Projektmix, baserat på enheter



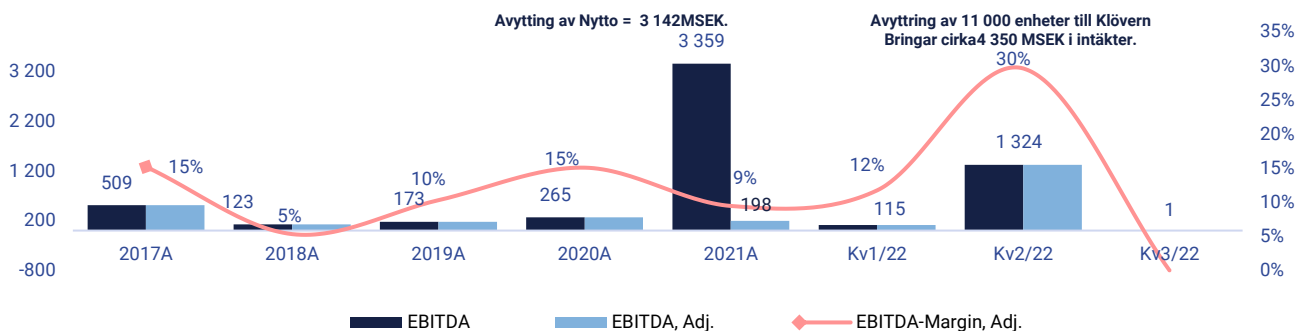
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare Equity Research

EBITDA-utveckling

Fram till 2018 har ALM Equity redovisat en EBITDA-marginal på mellan 14 och 19 procent. Marginalen lyftes tillfälligt 2021 till 63 procent på grund av försäljningen av Nytto om 3 142 mkr. Minskningen av rörelsemarginalen 2018 ner till 5 procent beror till viss del på ett byte av redovisningsprinciper 2019 (som då också påverkade siffrorna för 2018 retroaktivt) till IFRS där färdigställandemetoden tillämpas på koncernnivå istället för successiv vinstavräkning (7,3 procent EBITDA enligt tidigare principer). Enligt bolaget beror nedgången av marginalen 2018 till stor del på det skärpta amorteringskravet för privata bostadsköpare som började märkas i bostadsbolagens projektplaner från 2017. Regleringen som riktades mot privata bostadsköpare medförde en avsevärt minskad vilja att köpa nyproduktionsbostäder på förhand, vilket i sin tur påverkade prisnivåer men även hämmat produktionstakten. Tidigare hade förköp av lägenheter flera år innan de blev färdigställda fungerat som gratis finansiering för bostadsutvecklarna. Efter inbromsningen 2017 skedde en konsolidering där en del av de finansiellt svagaste aktörerna slogs ut från marknaden.

Produktion skiftade 2018 från privatmarknaden mot förvaltningsmarknaden

EBITDA & justerad marginal

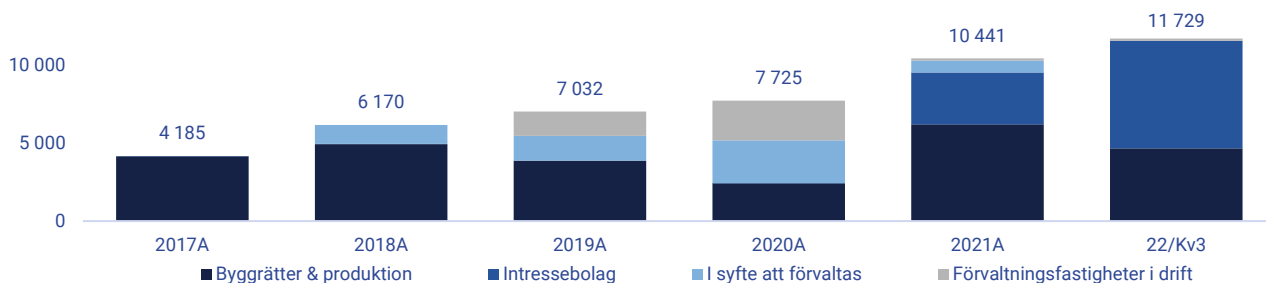


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare Equity Research

Värdeutveckling på ytan

Fram till 2017 har omsättningen på fastighetsportföljen varit relativt hög då försäljningen av projekten riktats mot externa kunder, främst bostadsrättsköpare. Sedan dess har fastighetsvärden i koncernen ökat kraftigt i takt med att produktionen riktats mot förvaltningsportföljen inom Nytto. Bortsett från en mindre förvaltningspost i ALM Equity har förvaltningsfastigheterna i drift tillhört Nytto, och efter de-konsolideringen av Nytto i slutet på 2021 har dessa återfunnits som tillgångar bakom koncernens intressebolag. Den ökande "bulken" av andelar i intressebolag som vuxit fram på balansräkningen består alltså av Nytto (från kv4 2021) samt Klöver (från kv2022). Dock ämnas majoriteten av nuvarande byggrätter och pågående projekt under produktion att färdigställas till Nytto fram till 2025. Ambitionerna med Nytto och Klöver är att nå årligt driftnetto på 600 mkr från 2025 respektive 2,1 miljarder kronor från 2032. I termer av fastighetsvärden innebär detta att intressebolagens portföljer ska växa till cirka 11 780 mkr (Nytto 2025) och cirka 46 700–60 000 mkr (Klöver 2032, baserat på en genomsnittlig direktavkastning inom intervallet 3,5–4,5 procent). För ALM Equity som äger 45 procent av Nytto och 46 procent av Klöver innebär detta mer än en dubbling av dagens fastighetsvärden på balansräkningen.

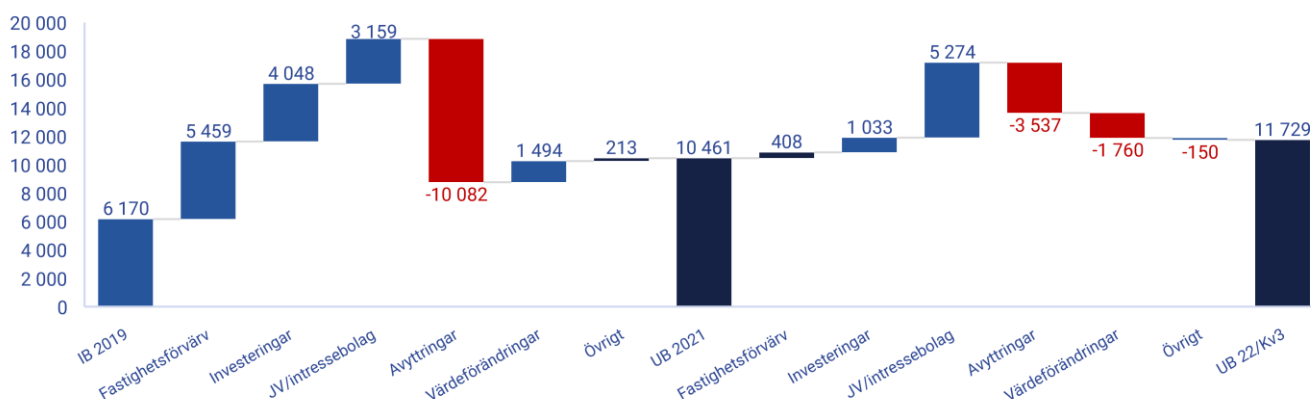
Fastighetskomponenter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare Equity Research

Sedan grundandet 2006 har projektportföljen i huvudsak vuxit organiskt från förvärv av byggrätter i tidigt skede plus investeringar i uppföringen. På senare tid har även portföljen expanderats med rörelseförvärv där lejonparten av de adderade fastighetsportföljerna utgjorts av planerade byggrätter. Småa-förvärvet 2017 utökade gruppens projektportfölj med byggrätter och pågående projekt till ett värde på strax över en miljard kronor och förvärvet av Järntorget kv2 2021 tillförde en projektportfölj värd cirka 1,8 miljarder kronor (Fastighetsförvärv). Inom avyttringsvärden ingår de-konsolideringen av portföljen i Nytto och portföljen till Klöver som övergått till fastighetsvärden inom JV's. Sedan 2021 har ALM Equity skrivit ned värden på intressebolagen och värdet på fastigheter till följd av att direktavkastningskravet på marknaden ökat, vilket resulterat i att nettot på värdejusteringar för 2022 hittills uppgått till minus 1 760 mkr.

Fastighetskomponenter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare Equity Research

Ledning och styrelse

Koncernledning



Joakim Alm är VD och grundare av ALM Equity. Joakim är utbildad civilekonom från Uppsala universitet. Joakim har en lång bakgrund som entreprenör i bemärkelsen att starta och driva upp bolag. Han har exempelvis grundat och utvecklat gratisannonser i England, Indien och Australien. Joakim äger 6 04 623 stamaktier, 542 709 preferensaktier samt 4 000 teckningsoptioner, motsvarande cirka 24 procent av aktiekapitalet i ALM-koncernen.



Fredrik Arpe är vice VD i ALM Equity sedan 2021. Fredrik är utbildad civilekonom vid Uppsala universitet och har över 30 års erfarenhet med flertalet VD-roller inom fastighetsförvaltning och bostadsutveckling. Arpe anslöt sig till koncernen i samband med förvärvet av Järntorget då han var VD för detta bolag. Fredrik äger 1 318 stamaktier, 4 100 preferensaktier, samt 3 000 teckningsoptioner.



John Sjölund är CFO och anslöt sig till ALM Equity 2017. John är utbildad civilekonom vid Luleå Tekniska Universitet. Han har 15 års bred finansiell bakgrund inom Corporate Banking på Swedbank samt erfarenhet av bostadsutveckling på Serafim Fastigheter. John äger 3 000 teckningsoptioner.



Carolina Karlström är Business Controller och anslöt sig till ALM Equity 2012. Carolina är utbildad redovisningsekonom på IHM Business School. Hon var tidigare redovisningschef i koncernen. Carolina äger 200 stamaktier, 91 preferensaktier, samt 2 000 teckningsoptioner.

Källa: Bolagsinformation

Styrelse



Maria Wideroth är ordförande i ALM Equity. Maria är utbildad jurist vid Stockholms universitet och är specialist inom fastighetsrätt och transaktioner. Hon är advokat och delägare i Landahl Advokatbyrå. Maria är vidare styrelseordförande i fastighets- och entreprenadbolaget Frentab. Maria äger 8 700 stamaktier och 1 202 preferensaktier.



Joakim Alm (Se ledning)



Gerard Versteegh är civilekonom och arbetande styrelseordförande samt grundare och huvudägare i Commercial Estates Group Limited i London. Gerard är indirekt förmånstagare till Dooba Investments Limited som äger 990 494 stamaktier och 145 792 preferensaktier i Alm Equity.



Johan Unger är civilekonom vid Uppsala universitet. Johan har erfarenhet både som revisor och har även varit chef för Corporate Finance på Hagströmer & Qviberg. Sedan 2006 har Johan agerat finansiell rådgivare och ägnat sig åt styrelsearbete. Johan äger 151 360 stamaktier och 15 549 preferensaktier.



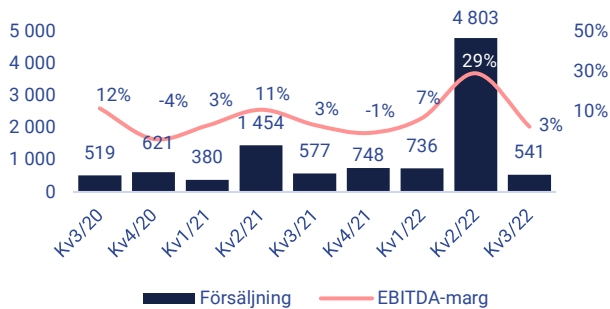
Johan Wachtmeister är civilingenjör på KTH och MBA IMD. Johan har varit chef för Corporate Banking och vice VD på SEB, VD på Ledstiernan och delgrundare av GHP Specialty AB. Idag driver Johan egen investeringsverksamhet genom bland annat MJW Invest AB. Johan äger 617 492 stamaktier och 58 780 preferensaktier i ALM Equity.

Källa: Bolagsinformation

Projektutveckling

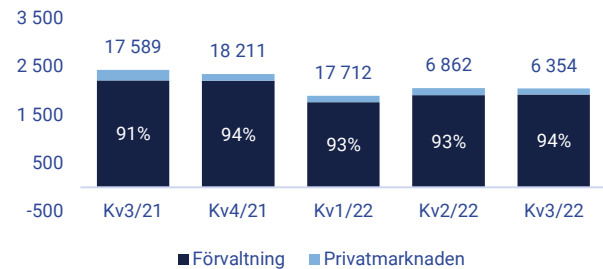
Inom affärsområdet Projektutveckling verkar bolaget ALM Småa Bostad som förvärvar byggrätter, utvecklar bostadsprojekt och säljer bostäder till företag och privatpersoner i Storstockholm via fyra varumärken. Baserat på Nyttos portföljförteckning ska ALM Equity-koncernen leverera 275 lägenheter under andra halvåret 2022 samt 1 024 lägenheter under 2023.

Intäkter & EBITDA marginal, (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare Segmentredovisning (Inte IFRS).

Enheter i produktion

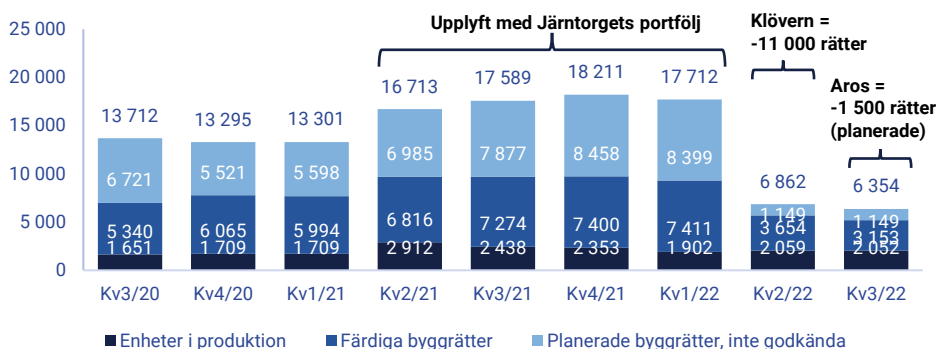


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare Exkluderar försäljning till Nyttos fram till avyttring.

Försäljningen av byggrätterna till Klöver under kv2 2022 innebar att tillgångarna i ALM Equity-koncernens balansräkning flyttades till innehav i intressebolag som förvaltningstillgångar. Per kv3 utgjordes den totala portföljen av 6 354 byggrätter. 3 153 byggrätter (cirka 53 procent av portföljen var färdiga för byggnation, medan 1 149 enheter (cirka 17 procent) utgjordes av planerade byggrätter som ännu inte var godkända för byggnation. Av de 2 052 enheter som idag befinner sig i produktion finns avtal om att 1 538 enheter ska levereras till Svenska Nyttobostäder. Ökningen i kv2 2021 till 16 713 enheter förklaras av den portfölj som konsoliderades med förvärvet av Järntorget. Detta bolag hade i samband med ALM Equitys förvärv en byggrättsportfölj om 3 821 byggrätter varav 775 befann sig i produktion. Värdepådraget fördelade sig dessa värden på byggrätterna om 1 022 mkr och pågående projekt värda 803 mkr. Den avsevärda minskningen av antalet byggrätter under Kv2 2022 är hänförlig till JV-affären med Corem som flyttade cirka 7 250 exploateringsrätter och cirka 3 757 byggrätter klara för byggnationen från ALM Equity till Klöver.

Total portfölj, baserad på enheter

Betydande minskning av byggrätter kv2 2022 som lyftes över till Klöver



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Hur bedriver ALM Equity sin bostadsutveckling?

Konceptbaserad bostadsutveckling i Storstockholm via varumärken

ALM Equity utvecklar bostäder med strategin att erbjuda yteffektiva boenden i områden som ligger i anslutning till kollektiva kommunikationsmöjligheter (som tunnelbana, spårvagn etcetera) i Stockholmsregionen. Koncernens kommersiella värdeerbjudande bygger på tesen att konsumenter är villiga att betala för en mindre, men yt-effektiv bostad givet ett fördelaktigt geografiskt läge. Enligt bolaget är en viktig parameter för att exploatera mark och genomföra projekt att hyresgäster och bostadsägare har tillräckligt goda kollektiva kommunikationsmöjligheter till Stockholm city utan behov av kollektiva trafikbyten.

Bostadsstorleken på enheterna som ALM Equity uppför och förvaltar är vanligtvis mellan 20-35kvm, vilket är avsevärt mindre än genomsnittlig storlek av de lägenheter som totalt tillförs marknaden av andra aktörer. Genom att förlägga förrådsrum separat kan ALM Equity utveckla hela fastighetsobjekt med fler enheter än konkurrenterna. Därmed kan ALM Equity nå en bredare marknad med sina lägenhetserbjudanden. Dessutom ger yt-effektiva lägenheter högre hyresintäkter per kvm och därmed normalt också högre avkastning per kvm (direktavkastning i förhållande till marknadsvärdet). I den övergripande strategin ingår att koncernbolagen inom affärsområdet ska förvärva och utveckla projekt överstigande 5 000 kvadratmeter (kvm) bruttototalarea (BTA).

ALM utvecklar bostäder i Stockholms län...



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

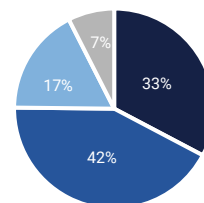
...i områden anslutet till kollektivtrafik...



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

...med en bred geografisk syn i länet

- Stockholm stad
- Förorter, Stockholms region
- Tätorter, Stockholms region
- Övriga, Stockholms län



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare
 Baserad på Nyttos projektportfölj

Baserat på den totala projektportföljen avsedd för Svenska Nyttobostäder har ALM Equity en majoritet av sina projekt i centrala delar av Stockholm samt dess närförorter. Den återstående delen fördelas på projekt i tätorter samt projekt som sträcker sig till de yttre delarna av Stockholms län. Enligt vår mening har ALM Equity genom åren lyckats erhålla många byggrätter med bolagets breda geografiska syn i regionen. ALM Equitys starka fokus på konceptbaserad bostadsutveckling via koncernens varumärken har förbättrat projektens genomförbarhet.

ALM Bostad utvecklar boenden för förstagångsköpare

Varumärket ALM Bostad har vuxit från ALM Equitys ursprungliga affärsidé om att utveckla kvadratsmarta bostäder. ALM Bostad utvecklar bostäder som siktar in sig på förstagångsköpare. Det som utmärker ALM Bostad konceptuellt är att de utvecklar bostadsområden med fokus på att erbjuda delningsekonomi via såväl digitala som målgruppsanpassade gemensamhetsytor.

SMÅA Bostad inriktar sin produktion till familjeboenden

Småas historia sträcker sig tillbaka till 1927 som en flerfamiljshus-utvecklare. 1994 ombildades Småa som ett självständigt bolag. Bolaget utvecklar barnvänliga bostadsområden med yt-effektiva villor samt rad-, par- och kedjehus, men även större lägenheter.

Järntorget utvecklar boenden för flera målgrupper

Järntorget grundades 1970 med Stockholm som hemmamarknad för sin bostadsutveckling. Bolagets kompetens sträcker sig från markförvärv till färdiga fastigheter. Historiskt har huvuddelen av verksamheten bestått av nyproduktion av flerfamiljshus och småhus avsett för bostadsrätter men även av hyresrätts- och studentbostadsfastigheter. Till sin leverans av småhus har Järntorget beställt bostadsmoduler tillverkat av det nu ALM-ägda Bomodul.

Abacus utvecklar premiumbostäder med potential för kulturvärden

Byggmästarföretaget Abacus grundades 1941 och förvärvades av Järntorget 2006. Abacus var under många år en ledande byggare av vindsvåningar i Stockholms innerstad. Bolaget har utifrån erfarenhet av komplexa lägen utvecklat sin kompetens för premium-inriktad bostadsutveckling.

Varumärken i bolagsportföljen



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

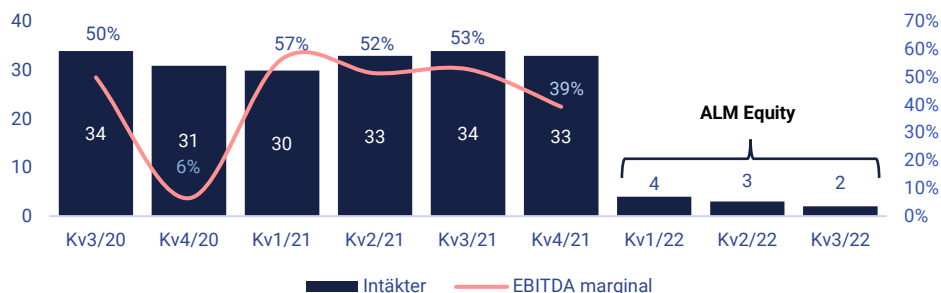
Aros Bostad kompletterar familjesegmentet med premiumkaraktär

Börsbolaget Aros Bostad grundades 2006. Företaget förvärvar och utvecklar bostäder i Storstockholm och Uppsala. Likt den kommersiella resan som ALM Equity genomgår, kommunicerade Aros under andra kvartalet 2022 sin avsikt att utveckla bostäder för egen förvaltning. Med tilldelningen av 1 500 byggrätter i utbyte mot 35 procent ägande i Aros kommer ALM Equitys bestånd att kompletteras med bostadsutveckling som är anpassad efter geografiskt läge med målet att upprätthålla värdet i bostadsområdet. Aros har exempelvis historiskt tagit fram bostadsrättslägenheter i Sveriges mest exklusiva men samtidigt volymmässigt mindre delmarknader i Stockholmsområdet, Danderyds kommun.

Förvaltning

De nuvarande förvaltningsfastigheterna inom affärsområdet Förvaltning drivs till största del av Svenska Nyttobostäder med ett bestånd om 1 797 lägenheter och en förvaltningsportfölj om 376 lägenheter i Klövern. Till skillnad från den förvaltningsportfölj som utvecklas till Svenska Nyttobostäder redovisas ännu inte den tillskjutna förvaltningsportföljen om cirka 11 000 byggrätter till Klövern för utveckling och förvaltning, vilken är dubbelt så stor som Nyttos. Historiskt har Svenska Nyttobostäder haft en direktavkastning (brutto) mellan 2,7 och 3,8 procent i förhållande till bokfört fastighetsvärde.

Intäkter & EBITDA-marginal



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare
Segmentredovisning (Inte IFRS)

Svenska Nyttobostäder

Förväntat årligt driftnetto på 600 MSEK 2025

Per kv3 2022 hade Svenska Nyttobostäder (Nytto) 1 797 lägenheter under förvaltning och 3 959 avtalade lägenheter som ska levereras av ALM Equity-koncernen fram till 2025. Av dessa är 1 542 lägenheter under produktion. Lägenheterna under förvaltning återfinns i 11 fastigheter varav majoriteten återfinns i kommunerna Sollentuna, Solna, Stockholm, Järfälla och Lidingö. Förvaltningsportföljen har för nuvarande ett framåtblickande driftnetto om 186 mkr per år och en årlig direktavkastning (yield) om ungefär fem procent vilken kan ställas i relation till att direktavkastningskravet för förvaltade begagnade hyresrättsbostäder den senaste tiden har legat på omkring fyra procent. Sett till uthyrningsgrad har Nyttos ofta haft full beläggning vid tillträdet på sina hyresfastigheter och som mest haft en vakansnivå på tre procent. Dock ökade vakansnivån tillfälligt till fem procent under kv3 2022 efter ett flertal hyresuppsägningar till följd av otillåten andrahandsuthyrning från en av Nyttos blockhyresgäster. Den tillfälliga vakansen kommer att reducera driftnettot för 2022 en aning men snabbt återgå till en normal nivå.

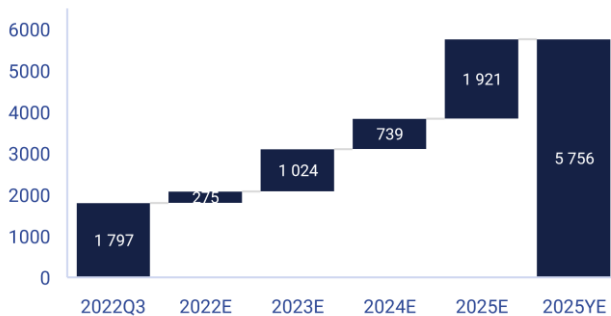
Nuvarande förvaltningsportfölj, kv3 2022

Kommun	Fastighetsobjekt	Antal Lgh	Driftnetto/år (mkr)	Förvärvspris (MSEK)	Impl.dir.avk
Sollentuna	Brygghusen	45	10	190	5,3%
Sollentuna	Nova 7	324	27	508	5,3%
Sollentuna	Nova 8	125	11	208	5,3%
Stockholm	Mälarterrassen	161	16	339	4,7%
Stockholm	Esplanaden	52	5	90	5,6%
Stockholm	Ängshuset	78	7	127	5,5%
Solna	Poeten	228	32	707	4,5%
Solna	Skalden	266	36	782	4,6%
Salem	Torghuset	62	7	140	5,0%
Lidingö	Fyrlotsen	180	11	284	3,9%
Järfälla	Kronan	276	24	474	5,1%
Total		1 797	186	3 849	4,97%

Källa: Svenska Nyttobostäder och Carlsquare

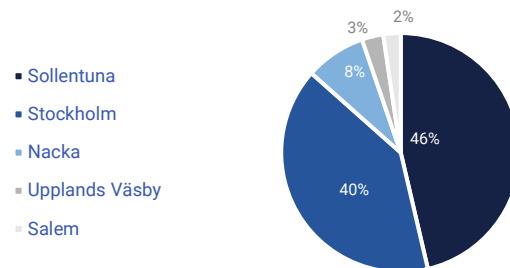
Den nuvarande förvaltningsportföljen är huvudsakligen allokerad till Sollentuna och Stockholm. Baserat på enheter utgör Sollentuna och Solna cirka 27 procent vardera av den nuvarande förvaltningsportföljen, följt av Stockholms stad som står för cirka 16 procent. Givet den nuvarande projektportföljen kommer Nyttö behålla en stark närvaro i Sollentuna och samtidigt öka exponeringen mot Stockholms stad. När samtliga fastigheter har tillträtts 2025 kommer förvaltningsportföljen till 40 procent återfinnas i Sollentuna kommun, 33 procent i Stockholm stad och nio procent i Solna kommun. Resterande 18 procent kommer att vara relativt jämnt fördelad mellan Nacka, Järfälla, Lidingö, Salem och Upplands Väsby.

Förväntade tillträden i förvaltning, antal enheter



Källa: Svenska Nyttobostäder och Carlsquare
 Avser avtalade lägenheter och lägenheter under produktion

Projektportfölj, baserad på antal lägenheter



Källa: Svenska Nyttobostäder och Carlsquare och Carlsquare

Givet den nuvarande projektportföljen förväntas fyra fastigheter med 1 024 lägenheter tillträdas 2023, sex fastigheter med 739 lägenheter 2024 samt sex fastigheter med 1 921 lägenheter 2025. ALM Equity har sedan föregående kvartalet valt att senarelägga några av projekten senare in på åren de är tilltänkta att färdigställas, med undantag för fastigheten Kajhusen som förskjutits från 2024 till 2025. Den förväntade direktavkastningen för projektportföljen uppgår till 5,3 procent. Sollentuna, som står för 40 procent av portföljen, förväntas generera en direktavkastning om cirka 5,6 procent. Stockholms stad, som uppgår till 33 procent av portföljen förväntas bidra med en direktavkastning på 4,85 procent. En hög direktavkastning för ett bostadssegment i ett centralt stadsområde i Sverige.

Projektportfölj och avtalade, kv3 2022

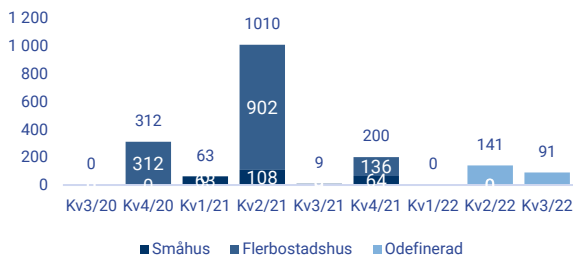
Kommun	Fastighetsobjekt	Planerat tillträde	Antal lgh	Estimerat NOI /år (mkr)	Förvärvspris (mkr)	Impl. Yield	Status
Salem	Flädem	Kv4 2022	93	10	173	5,8%	Produktion
Nacka	Skogshusen	Kv4 2022	182	13	288	4,5%	Produktion
Stockholm	Lignum	Kv3 2023	204	25	520	4,8%	Produktion
Stockholm	Alba	Kv4 2023	396	51	1 049	4,9%	Produktion
Sollentuna	Stella 9	Kv4 2023	271	27	488	5,5%	Produktion
Sollentuna	Stella 10	Kv4 2023	153	13	246	5,3%	Produktion
Nacka	Jarlaberg	Kv2 2024	142	18	342	5,3%	Avtalade
Stockholm	Archimedes A	Kv3 2024	134	15	313	4,8%	Avtalade
Stockholm	Archimedes B	Kv3 2024	105	12	249	4,8%	Avtalade
Stockholm	Rubigo	Kv4 2024	70	9	173	5,2%	Produktion
Sollentuna	Kastellet	Kv4 2024	173	15	253	5,9%	Produktion
Upplands Väsby	Dragonen	Kv4 2024	115	13	202	6,4%	Avtalade
Sollentuna	Kajhusen	Kv2 2025	291	28	441	6,3%	Avtalade
Stockholm	Archimedes C	Kv2 2025	121	13	283	4,6%	Avtalade
Stockholm	Archimedes D	Kv2 2025	84	10	206	4,9%	Avtalade
Sollentuna	Häggvik Luna	Kv3 2025	588	52	969	5,4%	Avtalade
Stockholm	Archimedes F	Kv1 2025/Kv32025	478	57	1 175	4,9%	Avtalade
Sollentuna	Häggvik View	Kv4 2025	359	33	601	5,5%	Avtalade
Total, 2025 Kv4			3 959	414	7 971	5,3%	

Källa: Svenska Nyttobostäder och Carlsquare

Entreprenad

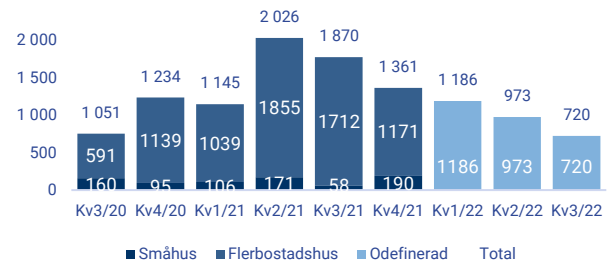
Affärsområdet Entreprenad är verksamt genom de två dotterbolagen 2xA Entreprenad och Bomodul. 2xA Entreprenad agerar inom projektledning inom totalentreprenader för bostäder och kommersiella fastigheter med huvudfokus mot ny-, till-, och ombyggnation av bostäder. Med 2xA Entreprenad i bolagsportföljen har ALM Equity-koncernen en stark brygga till underleverantörer inom entreprenadverksamhet. Det kraftigt minskade antalet byggstartar på den svenska marknaden har lett till en rad uppsägningar inom entreprenadsektorn de senaste två kvartalen. Under kv3 2022 meddelade ALM Equity att 25 medarbetare inom produktionen varslas för att hålla bolaget rustat för en minskad efterfrågan i entreprenadsektorn.

Orderingångar, MSEK



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

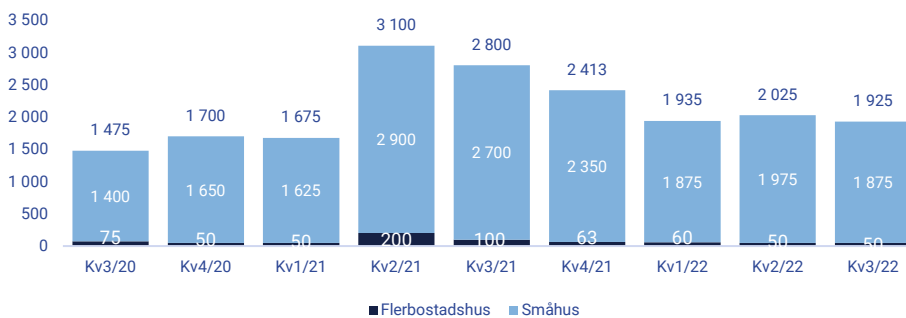
Kvarvarande orderbok



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Fram till att ALM Equity apporterade cirka 1 500 byggrätter till Aros mot ägandeskap har 2xA Entreprenads projekt och orderbok varit uppdrag inom ALM Equity-koncernen. Enligt ALM Equity finns nu projekt i den apporterade portföljen till Aros som 2xA är entreprenör för, vilket innebär att 2xA kommer generera de första "externa" uppdragen eftersom Aros inte är konsoliderat i ALM Equity-koncernen. Per den 30 september 2022 hade entreprenadsegmentet cirka 2 000 lägenheter under produktion varav cirka 1 600 enheter produceras med hjälp av 2xA Entreprenad och cirka 450 enheter produceras av Bomodul. Bomodul som följde med i Järntorget-affären tillverkar Svanen-märkta trämoduler både till ALM-koncernen och externa kunder.

Enheter under produktion

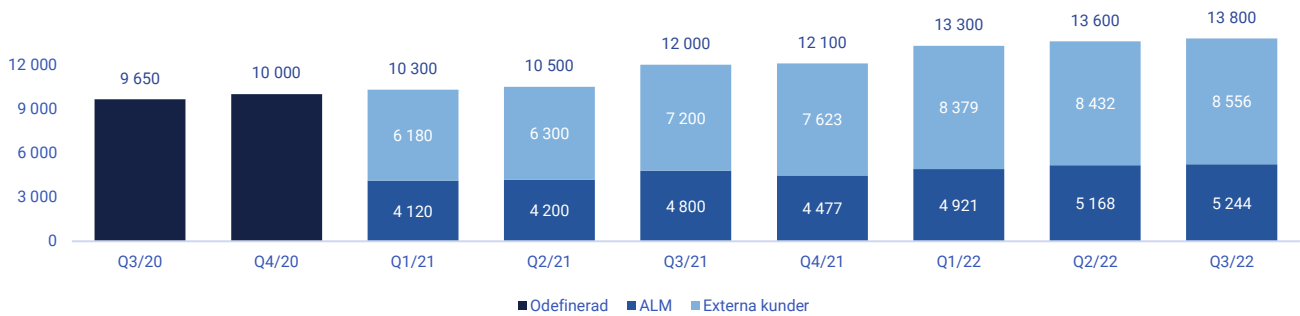


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Digitala Tjänster

Den digitala tjänsteaffären upprättades som ett eget affärssegment i början på 2018. Denna är grundad helt i molnbaserade plattformar. Affärsområdet utvecklar digitala bokningssystem och smarta accesslösningar med digitala nycklar i bostäder. Digitala lösningar är en pelare i att bilda delningsekonomier med gemensamma ytor i bostadsrättsföreningar, hyresfastigheter och stadskvarter. Per den 30 september 2022 använde 13 800 personer den digitala appen utvecklad av Your Block för digitala nycklar, boendekommunikation och bokning av gemensamma funktioner. Av Your Blocks totala kundstock utgörs cirka 38 procent av ALM Equitys egna utvecklade hyres- och bostadsrätter.

Utveckling av antalet app-användare inom ALM Equitys affärsområde Digitala Tjänster



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Finansiell ställning

Många bostadsbolag befinner sig nu i en situation där fastighetstillgångar behöver avyttras för att återbetala kommande obligationsförfall då refinansieringsmöjligheterna har försvårats på kreditmarknaden. Av den totala skuldstrukturen i ALM Equity utgör obligationsfinansieringen ungefär 49 procent. Per den 30 september 2022 hade ALM Equity lån till kreditinstitut på 2 600 mkr, varav 2 172 mkr med kortfristig löptid, och utestående obligationer till ett nominellt värde på totalt 2 200mkr. Vid utgången av kvartalet hade ALM Equity en kassa på 1 346mkr vilket utgör en räntebärande nettoskuld om 3 454 mkr.

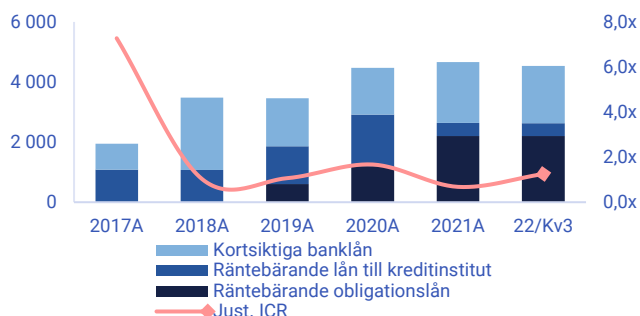
Mindre strikta kovenanter än jämförbara bolag men till högre räntetillägg

Ur ett aktieägarperspektiv är kovenanterna i ALM Equitys obligationer relativt generösa och innehåller enbart ett soliditetskrav på minst 25 procent för två av obligationerna och 20 procent på en av dem. Två av koncernens tre utstående obligationslån löper med en ränta bestående av STIBOR3m + 7,25 procentenheter på ett nominellt värde om 600mkr vardera. Dessa lån förfaller vid utgången av 2023 respektive i slutet på första halvåret 2025. Den tredje utställda obligationen upptogs till ett värde om 1 000 mkr i samband med finansieringen av Järntorget för en ränta bestående av STIBOR3M + 6,25 procentenheter. Jämfört med utstående obligationer från sektorkollegor har ALM Equity relativt höga räntetillägg. Exempelvis uppgår räntetillägget på STIBOR3m för Besqab's utstående obligationer om +5,25 procentenheter, Bonava's räntetillägg om +3,5 procentenheter, och Genova's om +4,5 procentenheter. Dock har dessa jämförelsebolag genomgående striktare kovenanter än ALM Equity. Exempelvis har Besqab soliditetskrav om minst 32,5 procent, LTV-krav om minst 70 procent, räntetäckningskrav om minst 2,7x, och ett kassakrav på minst 75 mkr för sina tre obligationer. Bonava har utöver ett soliditetskrav på minst 25 procent ett räntetäckningskrav på 2,0x. Genova har ett soliditetskrav på minst 25 procent och ett minimumkrav på att nettoskulden ska understiga 70 procent av fastighetstillgångarna. För obligationslån har ränte-spreadarna i stort sett fördubblats jämfört med för ett år sedan. Ett exempel är NP3 som fick STIBOR3M +6,5 procentenheter räntetillägg för ett nyemitterat obligationslån i september 2022. Tidigare motsvarande obligationslån som NP3 emitterade 2019 hade endast STIBOR +3,25 procentenheter räntetillägg. Genomsnittligt låg ALM Equitys samlade räntenivå på 4,35 procent per den 30 september 2022, en ökning med 2,12 procentenheter sedan Kv2 2022 på 2,23 procent.

Lägre skuldsättning än de flesta jämförelsebolag

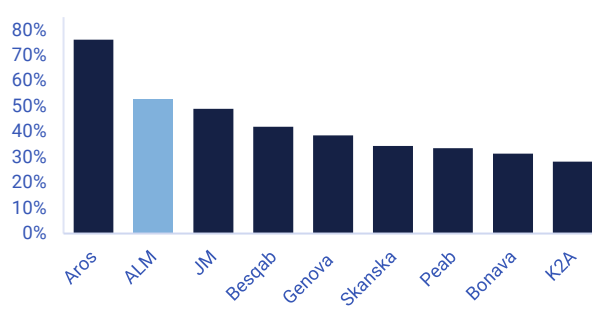
ALM Equity är förhållandevis lågt skuldsatt. Sedan 2017 har soliditeten varit som lägst 31 procent och som högst 54 procent. Per den 30 september 2022 hade bolaget en soliditet på 53 procent. Den förhållandevis låga skuldsättningen relativt jämförelsebolagen Besqab, Genova, Skanska, Peab, Bonava, och K2A kan förklaras av att ALM Equity (och Aros) i högre grad har föredragit att delfinansiera projekt med preferensaktier. Av dessa jämförelsebolag är det enbart Aros och K2A och som har preferensaktier i sin finansiering, dock har K2A övervägande finansierats med obligationer.

Skuldstruktur (MSEK) och räntetäckningsgrad (x), ALM



Källa: Bolagsinformation, Carlsquare Equity Research

Soliditet (%), ALM Equity och jämförelsebolag



Källa: Bolagsinformation

Marknadsförutsättningar

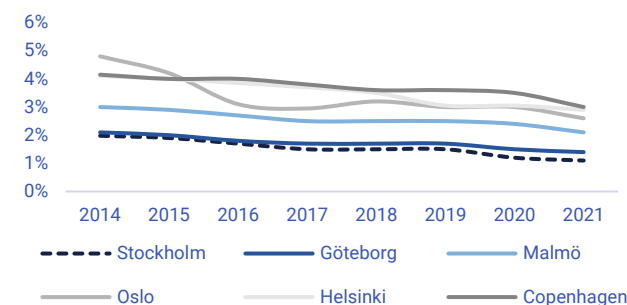
Förutsättningarna på den svenska marknaden för bostadsutveckling är just nu utmanande med fallande bostadsrättspriser, stigande byggkostnader och ökande finansieringskostnader. Långsiktigt är dock behovet av nya bostäder betydande i Stockholmsregionen.

Den svenska fastighetsmarknaden

Sverige har, med hänsyn till sin ekonomi och befolkning, en mycket stor och kraftfull transaktionsmarknad för kommersiella fastigheter med gott om riskvilligt kapital. Inom detta område har inte minst de institutionella placerarna varit aktiva köpare via sina helägda onoterade fastighetsbolag som Vasakronan, Hemsö, Rikshem och Willhem med flera. Enligt Newsec var 2021 ett rekordår för transaktioner på den svenska fastighetssektorn med en samlad transaktionsvolym på cirka 400 miljarder kronor. Det motsvarade nästan en fördubbling jämfört med tidigare transaktionsrekordet från 2019. Den stora volymen kan hänföras till en hög transaktionsaktivitet på fastighetsmarknaden, men även en hög M&A aktivitet via Stockholmsbörsen som bidrog med 39 procent av den totala volymen. Under året skedde 25 M&A-affärer där Corems utköp av Klövern på Stockholmsbörsen stod för en avsevärd del av volymen (19,5 miljarder kronor). Detta skedde samma år som Castellums förvärv av Kungsleden (26,9 miljarder kronor) och SBB:s utökning av sitt ägande i Amasten.

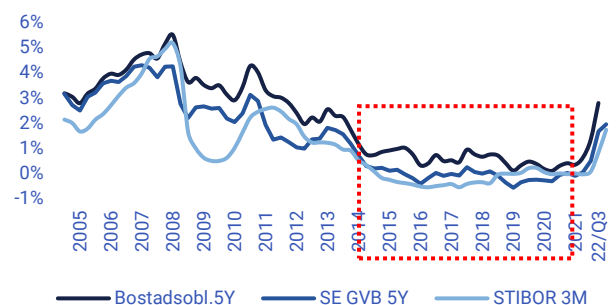
Hittills under 2022 har finansieringsoron tilltagit och investerarnas riskaptit på obligationsmarknaden sjunkit dramatiskt. Drygt 40 procent av de börsnoterade svenska fastighetsbolagens totala lån utgörs idag av obligationslån och företagscertifikat (cirka 320 av totalt cirka 740 miljarder kronor). Därtill kommer institutionella fastighetsbolag som Heimstaden, Vasakronan, Hemsö, Rikshem och Humlegården med ytterligare cirka 245 miljarder kronor i obligationslån. Räntenivåerna vid refinansiering av obligationslån har mer än fördubblats jämfört med 2021. Det är därför inte särskilt attraktivt för börsbolagen längre att refinansiera sina lån, där ledande bolag som SBB i stället har valt att sälja fastigheter för att minska sin skuldsättning. Andra fastighetsbolag som Castellum och Corem har antytt att de håller på att välja en liknande väg som SBB. Enligt uppgift lades mycket fastigheter ut till salu våren 2022 av ganska många olika säljare som ett test, men där få avslut hittills verkar ha skett. Sannolikt för att inkomna bud inte motsvarat säljarnas förväntningar. Vi bedömer dock att de institutionella aktörerna fortfarande är nettoköpare av fastigheter, bland annat hyresrättsfastigheter för förvaltning- där ALM Equity är verksamma.

Direktavkastning i bästa bostadsläge (%) (Prime)



Källa: Newsec

Svenska marknadsräntor (%)



Källa: Riksbanken

Högre ränteklimat trycker upp avkastningskraven

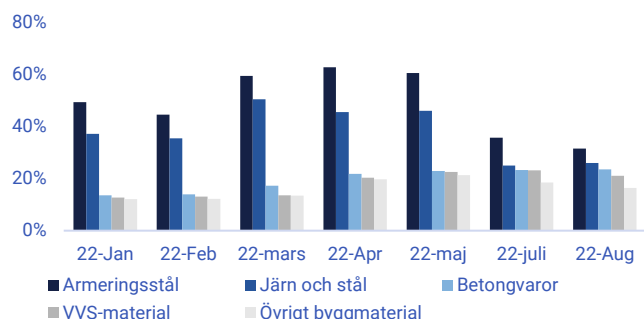
En hög investeringsvilja i sektorn tillsammans med en långvarig lågräntemiljö i Sverige har tryckt ned investerarnas direktavkastningskrav på förvaltningsfastigheter, där Stockholmsmarknaden avkastar lägst i Norden. För att hitta högre avkastningsmöjligheter har riskkapital letat sig längre in bland projektorienterade bostadsbolag som tar marginaler tidigt i projektuppsattningskedet, vilket i sig har möjliggjort en ökad exploatering och bostadsbyggande. Denna utveckling har brutits under 2022 av stigande byggkostnader som gör

många projekt olönsamma att fullfölja. Därtill kommer risken för lägre marknadsvärde på de färdiga projekten, något som dock ännu inte med säkerhet har kunnat avläsas. En indikation är att SBB den 3 november 2022 sålde 50 procent i ett JV-bolag som äger en fastighet i Gamlestaden, Göteborg, och 100 procent i en närbelägen fastighet (SKF:s före detta huvudkontor) till cirka fem procent rabatt jämfört med bokfört fastighetsvärde hos SBB före affären. Planerna har varit att omvandla SKF:s tidigare huvudkontor i Gamlestaden till nya bostäder. Värdet på byggrätter (i det här fallet ombyggnadsmöjlighet i en äldre befintlig fastighet) fungerar i stort sett som optioner, där värdet på dessa både ökar och minskar väsentligt snabbare procentuellt sett jämfört med på underliggande fastighetsvärden.

Prisökningar och försämrad tillgänglighet för insatsvaror

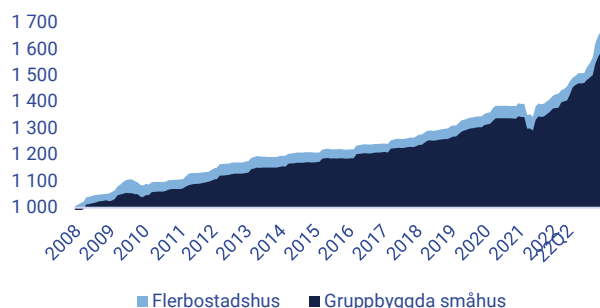
Redan under 2021 flaggade ALM Equity, bland flera aktörer, för att Covid-pandemieffekter ledde till utbudstörningar på byggmaterial. Byggekostnaderna ökade till följd av underskott på material, där cementbristen initialt blev den primära kostnadsdrivaren men även andra byggmaterial ökade i pris. In på 2022 noterades en kraftig inflation på insatsvaror till följd av att Ukraina-Ryssland kriget stoppade all stål-och metallexport till Europa. Prisökningen på stål var som högst uttryckt i årstakt under april 2022, då armeringsjärn och stål hade stigit med 63 procent respektive 45 procent. Ryssland och Ukraina är två av Europas största stålproducerande länder och har stått för en stor andel av den tillförda stål-och metallexporten till övriga Europa. Västeuropa har gjort sig beroende av import av ryskt stål på ett liknande sätt som med naturgas. Ryssland ligger på fjärde plats i den globala stålproduktionen sett till mängden producerat stål. Då många byggprojekt inte längre är lönsamma att genomföra har fastighetsbolagen och bostadsutvecklarna skjutit fram projekt i väntan på lägre byggekostnader. Den goda efterfrågan på nyproducerade bostäder i Stockholm kommer dock att kvarstå på längre sikt, givet befolkningstillväxten i regionen de senaste åren.

Prisutveckling, Insatsvaror i årstakt (%)



Källa: SCB

Byggekostnadsutveckling i Sverige



Källa: SCD. Avser Produktionskostnadsindex, 1975=100

Den svenska bostadsmarknaden

Befolkningstillväxt driver efterfrågan på bostäder

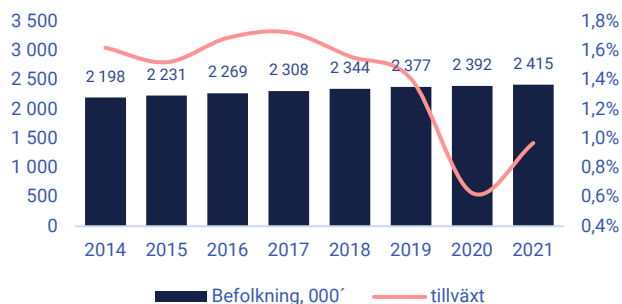
Grundat på en stark befolkningstillväxt i Sverige sedan 2005, en stabil arbetsmarknad, och ett underskott på bostäder har den svenska bostadsmarknaden varit mycket intressant för investerare. ALM Equity har med framgång verkat på denna marknad sedan bolaget startades 2006. Vidare garanterar den svenska reglerade hyresmodellen med bruksvärdeshyror på begagnade lägenheter att hyresökningarna sker i takt med den årliga inflationen (KPI-indexering i oktober varje år). Bostadsbrist råder i en övervägande andel av Sveriges kommuner. Av 290 kommuner uppger 204 av dessa en rådande lokal bostadsbrist. 87 procent av landets befolkning bor i de kommuner som uppger sig ha ett lokalt underskott av bostäder. Störst är denna bostadsbrist i centralorter i södra delen av Sverige.

Stockholmsmarknaden

Rensat för en låg inflyttningsaktivitet under Covid-pandemin, har befolkningen i Stockholms stad ökat i snitt med 33 900 personer sedan 2014. Samtidigt har det totala lägenhetsbeståndet i länet bara ökat i snitt med cirka 13 500 nya lägenheter per år. Enligt Boverket

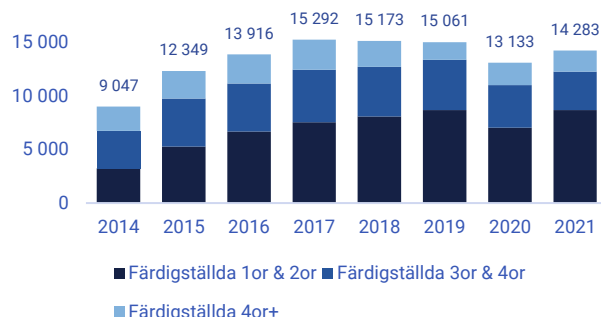
bedömer 91 procent av kommuner i Stockholms län att de har ett underskott på bostäder. Den procentuella befolkningstillväxten har varit ännu större i övriga delar av Stockholms län (förortskommunerna) de senaste åren jämfört med Stockholms Stad.

Befolkning och tillväxt, Stockholms Län (000´)



Källa: SCD

Nybyggnation i Stockholms län, lägenheter



Källa: SCD

Avser flerbostadshus & Småhus

Regleringar har skapat problem på hyresmarknaden

Efterfrågan på hyresrätter är stor i Stockholmsregionen. Hyran för hyresrättslägenheter regleras av bruksvärdesystemet. Det innebär att hyran baseras på lägenhetens standard och kvalitet, men inte på det geografiska lägets attraktivitet. Hyresregleringen gör att hyresnivån generellt understiger marknadshyran och framför allt så för äldre hyreslägenheter i centrala Stockholm. Det bidrar till en begränsad rörlighet i det äldre beståndet genom inlåsnings effekter och inträdeshinder. Den begränsade rörligheten syns i långa kötider, där yngre bostadssökande personer sällan har den kötid som krävs för att få ett förstahandshyreskontrakt till en lägenhet i Stockholms innerstad. För dessa hushåll kan nyproducerade hyresrättslägenheter, med högre hyresnivå men kortare kötid, i vissa fall underlätta inträdet på bostadsmarknaden. Vad gäller nyproduktion tillåts sedan omkring 2013 väsentligt högre hyror på mellan 1 800 och 2 500 kronor per kvm och år (där den högsta nivån endast tillämpas i Stockholmsregionen).

Trenden i antalet startade bostadsprojekt i Stockholms län har varit fallande det senaste året. JM, som är en av de ledande bostadsutvecklingsaktörerna i regionen, har minskat från knappt 4 000 bostäder i pågående produktion i kv3 2018 till cirka 2 600 i kv3 2022. Nedgången för JM har varit större i Stockholm jämfört med bolagets division Riks (regionstäder i övriga Sverige), liksom för JM utland (Oslo, Helsingfors och Bryssel). Det påminner om att Stockholmsmarknaden visserligen har goda långsiktiga tillväxtutsikter, men samtidigt är den mest trendkänsliga marknaden inom bostadsutveckling.

Sektorkollegor och jämförelsegrupp

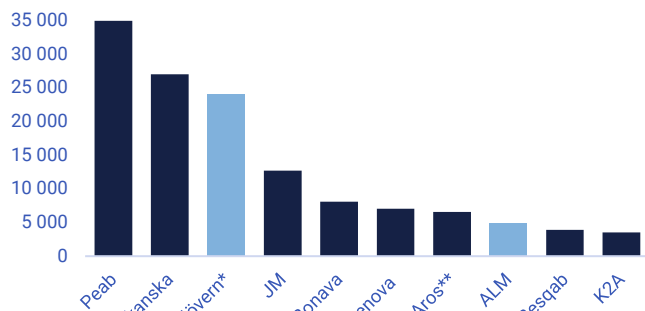
Bostadsutvecklare och fastighetsbolag

Det finns få jämförelsebolag som har sin projektportfölj koncentrerad i Stockholmsområdet likt ALM Equity. Vi har valt vår referensgrupp bestående av bostadsutvecklare och fastighetsföretag utifrån geografisk närvaro i Sverige och inkluderat de två större bostadsutvecklarna Peab och Skanska i kartläggningen av byggrätter och projektutveckling inom Sverige. I ett försök att identifiera en grupp med liknande exponering mot Stockholm anser vi att JM, Besqab, Bonava, Genova och K2A ligger närmast som jämförelsebolag, även om variationen fortfarande är hög.

Som ursprunglig hemmamarknad har Stockholm varit JM's mest lönsamma delmarknad. bolaget har cirka två tredjedelar av sin verksamhet i Sverige varav en tredjedel i Stockholmsområdet. Besqab har majoriteten av sin portfölj i Stockholmsregionen, följt av Uppsala, med cirka 1 642 enheter i Stockholm av 3 909. Av Genovas byggrättsportfölj på 7 044 byggrätter återfinns cirka 63 procent av dessa i Storstockholm och 25 procent i Uppsala. Även om K2A inte redovisar den geografiska fördelningen på sin projektportfölj anger de att bolagets

förvaltnings-och projektportfölj är koncentrerad mot Stockholm. I jämförelsegruppen ser vi att Bonava är det minst Stockholm-fokuserade bolaget trots att huvudkontoret är baserat i Stockholm. I Bonavas totala byggrättsportfölj på ungefär 32 000 enheter består cirka 8 100 av dessa på den svenska marknaden (cirka 12 procent av portföljen), och det är oklart hur många av dessa som återfinns i Stockholm.

Antal byggrätter i Sverige

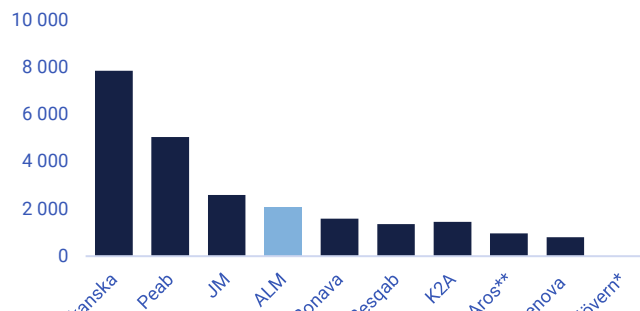


Källa: Bolagens finansiella rapporter, Carlsquare (uppskattningar)

* ALM Equitys andel i Klöver är 46%, mot 11 000 enheter. (onoterat)

** Inräknat ALM Equitys tillskjutna portfölj om cirka 1 505 byggrätter mot 35% av Aros.

Bostadsrätter under produktion



Källa: Bolagens finansiella rapporter, Carlsquare (uppskattningar)

* ALM Equitys andel i Klöver är 46%, mot 11 000 enheter. (onoterat)

** Inräknat ALM Equitys tillskjutna portfölj om cirka 1 505 byggrätter mot 35% av Aros

Vi noterar att strukturaffären mellan ALM Equity och Corem har lett till att Klöver nu har den ledande byggrättsportföljen inom Stockholm i vår referensgrupp, även större än JM som länge varit den ledande bostadsutvecklaren med fokuserad verksamhet i Stockholm. Dock skall även nämnas att Klöver är i högsta grad en operationellt ung aktör varav nästintill hela portföljen ännu inte är produktionsstartad. I kartläggningen har vi skjutit över de 1 505 byggrätterna i Aros som ALM Equity apporaterade mot 35 procent av bolaget.

Multiplar och marginaler

Vår huvudsakliga jämförelsegrupp består av JM, Besqab, Bonava, Genova och K2A. Vi noterar att framåtblickande estimat för 2022E, 2023E, och 2024E enbart finns för JM, Bonava, samt K2A, medan konsensus för Besqab och Genova saknas.

Jämförbara bolag, värderingsöversikt

Bolag	Mcap SEKm	EV SEKm	P/NAV	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT			EV/Sales			EBITDA Margin (%)		
				2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e	2022e	2023e	2024e
Skanska	70 748	73 698	1,35x	11,6x	15,6x	14,1x	7,1x	8,9x	7,9x	9,5x	12,7x	11,4x	0,5x	0,5x	0,4x	6%	5%	6%
Peab	17 650	34 856	1,33x	8,3x	9,0x	9,4x	8,6x	9,0x	n.a	12,6x	13,9x	n.a	0,6x	0,6x	0,6x	6%	6%	0%
JM*	11 767	18 646	1,51x	8,8x	9,6x	12,7x	10,8x	12,6x	15,3x	10,5x	11,8x	15,3x	1,3x	1,4x	1,7x	12%	11%	11%
Besqab*	1 289	5 166	0,83x	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Bonava*	3 175	9 998	0,35x	3,9x	5,1x	7,5x	7,8x	9,4x	10,5x	8,0x	10,3x	13,3x	0,7x	0,7x	0,9x	8%	8%	9%
Genova*	2 099	7 837	0,31x	4,9x	24,0x	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
K2A*	1 295	8 382	0,48x	-37,5x	-13,2x	-11,4x	49,8x	36,2x	31,4x	49,9x	36,3x	31,4x	22,7x	17,5x	15,7x	46%	48%	50%
Peer genom.	13 697	20 038	0,69x	0,0x	8,4x	6,4x	16,8x	15,2x	16,3x	18,1x	17,0x	17,9x	5,1x	4,1x	3,9x	15,8%	15,7%	15,1%
Peer median	2 637	9 190	0,48x	4,9x	9,6x	11,0x	8,6x	9,4x	12,9x	10,5x	12,7x	14,3x	0,7x	0,7x	0,9x	8,5%	7,8%	8,8%
ALM Equity	5 421	9 718	0,68x	9,2x	38,9x	32,1x	12,7x	26,5x	26,3x	12,7x	26,5x	26,3x	1,6x	3,3x	3,5x	12,3%	12,5%	13,5%
Aros (pre)**	1 555	1 722	n.m	-77,6x	13,6x	36,8x	-41,8x	9,1x	10,8x	n.m	8,7x	15,4x	7,6x	1,4x	2,1x	-18%	16%	19%

*Huvudsaklig jämförelsegrupp. **Exkluderar preferensaktier. Källa: Capital IQ (För underliggande data)

ALM Equity i det övre P/NAV-spannet

En övervägande del av sektorn handlas idag under bokförda substansvärden. Bortsett från JM, handlas vår jämförelsegrupp under sina substansvärden där ALM Equity handlas under Besqab (och JM) men över Bonava, Genova och K2A. I kombination med en ökad kapitalintensitet har även en stor del av ALM Equitys operationella verksamhet övergått till intressebolagen vilket gör att framåtblickande intjäningsmultiplar från översta raderna på kort sikt kan indikera en hög värdering för ALM Equity. Sammantaget ser vi att tillgångsbaserade multiplar (P/NAV) utgör den mest rättvisa värderingsmultipeln för ALM Equity tills dess att utdelningar från förvaltningsbolagen börjar dyka upp på resultaträkningen i koncernen.

Skattningar och antaganden

Våra omsättnings-skattningar baseras till stor del på projektplanen riktad till Svenska Nyttobostäder plus ett mindre antal kvarvarande projekt i närtid. Vi räknar med att koncern-EBITDA kommer höjas i takt med att förvaltningsportföljerna från Nytto och Klöver växer, för vilka vi antar en nettoavkastning på cirka 5 procent. Balansräkningsmässigt kan den kommande portföljtillväxten i Klöver addera substansvärde till våra estimat.

Genomgång av resultat-och balansräkningen

Kapitalintensiteten i ALM Equity har ökat kraftigt sedan 2017 då projekten till Svenska Nyttobostäder har vid färdigställande bevarats inom koncernen. Utöver att förvärvet av Järntorget expanderade projektportföljen med cirka 3 000 byggrätter medförde även denna affär en betydande ökning av projektkapacitet till koncernen då den adderade 71 anställda. Efter avyttringen av 11 000 byggrätter till det nya bolaget Klöver har ALM Equity-koncernen en mindre egen projektportfölj på cirka 1 500 enheter att utveckla utöver projektportföljen som är avsedd för Svenska Nyttobostäder. I samband med portföljflytten till Klöver kommer även 20 anställda från ALM Equity att utgöra den huvudsakliga projektgruppen för JV-bolaget.

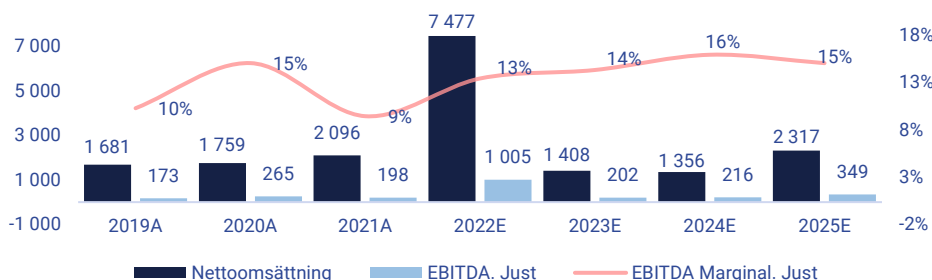
Försäljning av bostadsprojekt och förvaltningsintäkter

Innan Svenska Nyttobostäder de-konsoliderades från ALM Equity-gruppen under fjärde kvartalet 2021 har projektutvecklingen till förvaltningsbolaget koncernelimineras 2019, 2020 och 2021, vilket inte blir fallet framöver. De onormala intäktsprognoserna för 2022 är ett resultat av försäljningen till Klöver under kv2 som genererade 4,3 miljarder kronor i intäkter. ALM Equity har hittills färdigställt cirka 45 procent av den totala projektportföljen till Svenska Nyttobostäder.

Leveranser till Svenska Nyttobostäder i fokus

Historiskt har ALM Equity levererat väl enligt den uppsatta tidsplanen. Med tanke på att bolagets förvaltningsportfölj kommer att säljas på en normaliserad direktavkastning om 5,08 procent kommer Svenska Nyttobostäder att ha en stark balansräkning från start. Dock med rådande prisinflation på insatsvaror i kombination med högre finansieringskostnader ser vi en ökad risk för att ALM Equity är fast med projekt som kan innebära en förlustaffär för koncernen, alternativt senarelägga projekt och invänta ett lägre jämviktssläge på byggmaterialpriser. Baserat på kv3-rapporten från Nytto där en del av de mer närliggande projekten senarelagts ett kvartal, ser vi det som sannolikt att ALM Equity kommer förskjuta projekt som ligger under 2023. I termer av marginaler blir en lika hög justerad EBITDA-marginal som under 2020 svårt att motivera på kort sikt. Samtidigt är det heller inte orimligt att anta att byggentreprenadpriserna kommer att sjunka drastiskt i takt med att den generella marknadsaktiviteten minskar och att ett lägre jämviktssläge på materialpriser kan nås 2023 (dvs effekterna av en lågkonjunktur).

Nettoomsättning, Justerad EBITDA och marginal (MSEK)



Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Förvaltningsintäkter från Nytto och Klöver

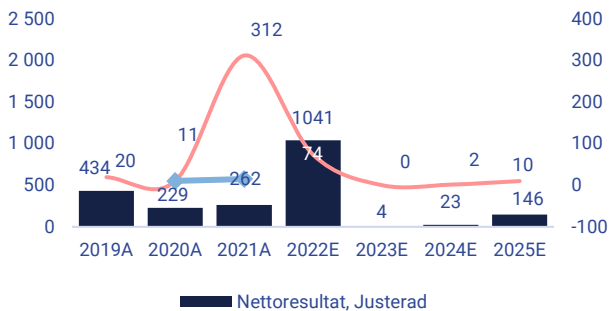
Under 2021 bidrog Nytto med förvaltningsintäkter om 128 mkr och ett driftnetto om 107 mkr, motsvarande en direktavkastning om 2,73 procent, pro forma. Vi har använt projektförteckningen för Nytto-portföljen i våra prognoser samt förväntade normaliserade driftnetton från fastigheterna. Med utgångspunkt i att projekten levereras i tid förväntas Nytto generera en genomsnittlig direktavkastning på 3,07 procent på fastighetsportföljen fram till 2025 och därefter 5,08 procent. ALM Equity har haft en produktionsgrad på mellan 7 och 13 procent per år på sin totala byggrättsportfölj. Vi antar att den projektledning som tillsätts i Klöverns projektutveckling etablerar portföljen med en produktionstakt om sju procent per år på deras totala fastighetsportföljvärde, detta givet att inga nya projekt adderas till portföljen. Produktionsgraden innebär implicit att bolaget färdigställer 75 procent av det förväntade driftnettot om 2,1 miljarder kronor från fastighetsportföljen till 2032 (eller 1670 lägenheter per år). För både Nytto och Klöver antar vi att nettoavkastningen blir fem procent exkluderat eventuella värdeförändringar som kan tillkomma i resultaten.

Vinstmarginal på 15 procent för projekten

Vi antar att projekten till Svenska Nyttobostäder färdigställs med en vinstmarginal på 15 procent. Vår normaliserade EBITDA-marginal för koncernen landar på cirka 13 procent. Till följd av att avkastningskravet har ökat under kv3 2022 så har både Nytto och Klöver gjort nedskrivningar på sina fastighetsvärden om 343 mkr respektive 190 mkr, vilket får en lckekassaflödesmässig effekt på EBITDA 2022E i ALM Equity. Justerat för nedskrivningarna under Kv3 2022 landar en mer kassaflödesbaserad EBITDA-marginal för 2022E egentligen på 26 procent, höjd av försäljningen till Klöver.

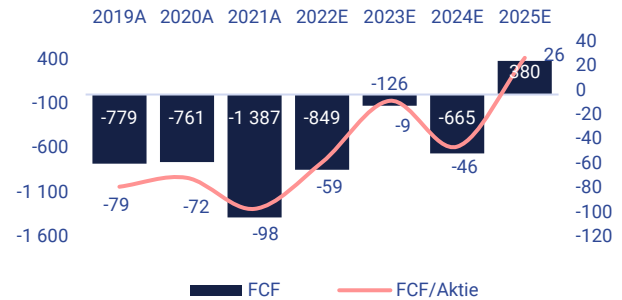
Kassaflödet idag är i hög grad kopplat till projektverksamheten där stora kassaflödesvolymer sker i samband med projektfinansieringar samt vid projektens färdigställande. Vi räknar med att ALM Equity kommer fortsätta att nettoinvestera i projekt och att det i genomsnitt tar 18 månader att bygga ett flerbostadshus, från produktionsstart till färdigställande.

Vinst & EPS



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fritt kassaflöde (FCF) & FCF/aktie



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkningen och finansieringsstruktur

Värdeutveckling på balansräkningen

Medan projektutvecklingssegmentet till stora drag syns i resultaträkningen består balansräkningen till stor del av verksamhet kopplat till förvaltningsverksamheten. Det bokförda värdet av intressebolag per den 30 september 2022 uppgick till cirka 6,9 mdkr, bestående av andelsvärden om cirka 2,9 mdkr i Nytto och 4,16 miljarder kronor i Klöver. Givet att ALM Equity äger 45 procent av Nytto och vi känner till försäljningsvärdena på fastighetsportföljen är det rimligt att anta att det bokförda andelsvärdet på ALM Equitys balansräkning ökar med 45 procent av motsvarande försäljningsvärden fram till 2025. Då Klöverns nuvarande portfölj i stort sett är dominerad av bygggrätter ser vi att värdeutvecklingen på ALM Equitys andelar kommer öka i takt med uppföringsinvesteringarna i Klöverns projekt jämte orealiserade värdeförändringar på den växande förvaltningsportföljen. Vi avvaktar dock med att lägga en sådan värdeutvecklingsprognos på balansräkningen till dess att Klövern kommunicerar en projektplan för portföljen.

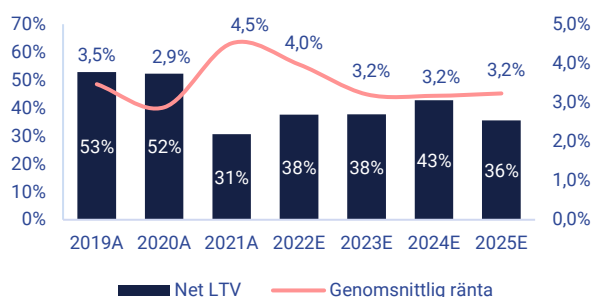
Antar refinansiering

Över tid har ALM Equity bevarat sin belåningsstruktur med en nettobelåningsgrad om ungefär 50 procent och som högst 64 procent. Den minskade nettobelåningen 2021 förklaras av att ALM Equity amorterade 1 792 mkr av sina lån under kv4 i samband med att de avyttrade aktieposten i Nytto värd 3 161 mkr. Sedan dess har belåningsnivån förhållit sig likartad i bolaget. I Kv2-rapporten 2022 redovisade koncernen en nettobelåningsgrad på 38 procent. Givet ett klimat med stigande räntenivåer ser vi det som sannolikt att ALM Equity försöker att behålla de aktuella belåningsnivåerna. ALM Equity's tre utstående obligationer förfaller i slutet på 2023, vid H2 2023, samt vid H2 2026. Vi antar att ALM Equity kommer refinansiera sina obligationer tills vidare.

JV-finansiering till 25 procent

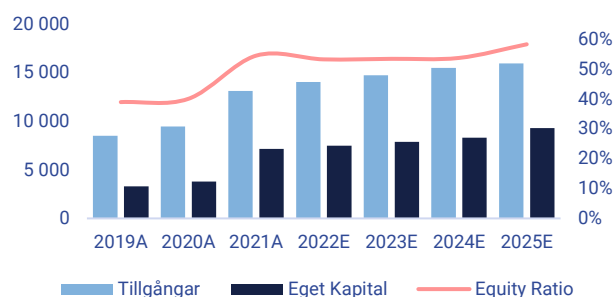
Sedan grundandet 2006 har ALM Equity diversifierat sina finansieringsrisker genom att ta in kapital från investerare som fått företräde på vinster kopplade till enskilda projekt. I takt med att den egna balansräkningen vuxit har ALM Equity ökat den egna investeringsandelen i projekten. Enligt bolaget har den egna investeringsandelen gått från cirka 25 procent till 75 procent som ett genomsnitt. Vi antar att ALM Equity fortsatt kommer att ta in direktinvesteringar motsvarande cirka 25 procent av vinsterna i de enskilda projekten. Vi antar vidare att koncernens investeringar finansieras till cirka 65 procent med skuld som betalas av vid färdigställande av de enskilda projekten. Det innebär att skuldstrukturen i genomsnitt kommer att utgöra cirka 49 procent av den totala finansieringen.

Nettobelåningsgrad och genomsnittlig ränta



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Eget Kapital & tillgångar (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyckelantaganden i sammanfattning

- Vi antar en vinstmarginal på 15 procent för projekten i ALM Equity.
- Vi antar att ALM Equity kommer leverera fastigheterna till Nyttö enligt den aktuella tidsplanen.
- Vi saknar ingående projektförteckning för Klöver. Vi har skattat Klöverns tänkbara koncernbidrag i ALM Equitys resultaträkning men inte värdeutvecklingen på Klöverns portfölj på balansräkningen. Det finns därav en uppsida i våra värdeestimat.
- Vi antar att produktionstakten för Klöverportföljen uppgår till 7 procent per år (1650 färdigställda enheter per år).
- Ett ökat avkastningskrav har lett till nedskrivningar inom sektorn. I våra skattningar antar vi att inga värdeförändringar sker på förvaltningsportföljerna. Det finns därav en uppsida till våra värdeestimat.
- Vi antar att nettoresultatet från förvaltningsbolagen uppgår till 5 procent.
- Enligt ALM Equity består JV-finansiering för de enskilda projekten av ungefär 25 procent. Vi räknar fortsättningsvis med att ALM Equity delar ut 25 procent av vinsten till JV-partners (minoritetsägare) och behåller 75 procent av vinsten.
- Vi antar att ALM Equity kommer refinansiera sina utstående obligationslån.
- Ingen utdelning för stamaktien under prognosperioden.
- Alla projekt säljs vid färdigställande.
- Vi antar att inga fler rörelseförvärv görs under prognosperioden, även om detta är väldigt tänkbart.

Värdering

Med en SOTP-ansats värderar vi ALM Equity-koncernen till 660kr per aktie, motsvarande ett marknadsvärde om ca 7mdkr efter avdrag för preferensaktiekapitalet. Vår värdering motsvarar en implicit P/E 2022E om 8,9ggr vilket är högre än Bonava och Genova men i linje med JM.

Värdering baserad på direktavkastningskrav och P/NAV

Vår värderingsansats är huvudsakligen baserad på en "Sum-of-The-Parts"-modell, där vi värderar tillgångsvärdena för intressebolagen och ALM Equity's egna tillgångar separat som vi sedan kombinerar för att nå ett värde per aktie. Sammanfattningsvis bryts modellen ned i följande beståndsdelar:

- Svenska Nyttobostäder och Klöver värderas utifrån direktavkastningskrav om 3,5 procent på de förväntade förvaltningsportföljerna.
- ALM Equitys interna tillgångar värderas med en P/NAV-multipel om 0,48ggr baserat på hur de valda jämförelsebolagen handlas till idag.
- Placeringen i Aros genom apportemission mot 22,9 procent av bolagets marknadsvärde.

De framtida förvaltningsportföljerna i Svenska Nyttobostäder och Klöver värderas med ett direktavkastningskrav på 3,5 procent som diskonteras med en antagen WACC om 9,5 procent. I modellen antar vi att bolagen kommer finansieras till 60 procent genom skuld och ha en kassa på 5 procent av tillgångsvärdena. Vi värderar koncernens interna tillgångar från bokfört värde och applicerar en P/NAV-multipel om 0,48ggr för att reflektera hur underliggande fastighetsvärden diskonteras på marknaden idag. I modellen lägger vi även in strukturaffären i Aros Bostad som ALM Equity genomförde under Kv4. Då vi vet förhållandevis lite kring hur uppsättningen mellan ALM Equity och Aros kommer fungera praktiskt, väljer vi att basera värdet på ALM Equitys placering i Aros från dagens marknadsvärde (inte till anskaffningsvärdet) och ser aktierna i Aros som säljbara tillgångar tills vidare.

Sum-Of-The-Parts-värdering (SOTP)

Svenska Nyttobostäder	MSEK	ALM Bostad, Järmtorget, Småa, Abacus	MSEK
Driftnetto, 2025	600	Exploateringsfastigheter, Kv3	2 041
Yield	3,50%	Pågående bostadsprojekt, Kv3	3 114
Implicit fastighetsvärde 2025	17 143	Övriga fastigheter & Tillgångar, Kv3	2 576
Skulder	-10 286	Skuld, Kv3	-4 696
Antagen kassa	857	Kassa, Kv3	323
Eget Kapital, 2025	7 714	Eget kapital	3 358
WACC	9,5%	Apportemission, Aros Bostad (Kv4)	-1 465
PV, Eget Kapital	5 839	Värde, konvertibler	614,5
ALM Equitys ägarandel (45%)	2 628	P/NAV Multipel (x)	0,48x
		Värde	1 204
Klöver	MSEK	Aros Bostad, marknadsvärde	MSEK
Driftnetto 2032	1 575	Tillgångar, Kv3	1 307
Yield	3,50%	Skulder, Kv3	-312
Implicit fastighetsvärde 2032	45 000	Eget kapital, Kv3	995
Skulder	-27 000	Byggrätter, ALM Equity	1 465
Antagen kassa	2 250	Eget Kapital	2 460
Eget Kapital, 2032	20 250	Marknadsvärde (2022-12-03)	2 739
WACC	9,5%	ALM Equitys ägarandel (22,9%)	627
PV, Eget Kapital	8 106		
ALM Equitys ägarandel (46%)	3 769	Implicit värde	8 258
ALM Equity, egen förvaltning	MSEK	Preferensaktieägare, mkr	-1 191
Fastighetsvärden, Kv3	125	Utstående aktier, ALM Equity, m	10,7
Skulder, Kv3	-69	Värde/aktie, base	660
Kassa, Kv3	6		
Eget Kapital, Kv3	63	Bear, Direktavkastningskrav, 4,5%	527
P/NAV Multiple (x)	0,48x	Base, Direktavkastningskrav, 3,5%	660
Värde	30	Bull, Direktavkastningskrav, 3,0%	759

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Direktavkastningskrav mellan 3–4,5 procent för värderingen av Nytto och Klövern

Vi använder ett direktavkastningsintervall mellan 3–4,5 procent för att reflektera osäkerheten kring de framtida uppföringskostnaderna på förvaltningsportföljerna i Nytto och Klövern. Avkastningskrav som går över 2–4 procentintervallet kan anses något högt för bostadsfastigheter i Stockholmsområdet, dock kommer förvaltningsbeståndet bestå av nyproducerade lägenheter vilket avkastar något högre än begagnade. Med tanke på att den normaliserade direktavkastningen för Nytto förväntas uppgå till 5,08 procent från 2025 ser vi att intervallet för avkastningskravet är rimligt. I modellen antar vi att Nytto och Klövern kommer ha en genomsnittlig skuldsättningsgrad på 60 procent.

Känslighetsanalys på färdigställandegrad i Nytto och Klövern

Eftersom majoriteten av koncernens nuvarande byggrättsportfölj är tänkt att bevaras inom koncernen som förvaltningsfastigheter blir nuvärdet av förvaltningstillgångarna i hög grad subjekt för när dessa fastigheter färdigställs och således kan börja generera kassaflöden. Vår SOTP-modell räknar i ett basscenario med att Nytto's nuvarande projektportfölj färdigställs till 2025 och att Klövern uppnår en produktionstakt om 7 procent (1 670 enheter per år) fram till 2032. För att reflektera osäkerheten med hänsyn till dagens kraftigt försämrade produktionsförutsättningar i fastighetsbranschen, och i synnerhet bostadssegmentet, utför vi en känslighetsanalys på färdigställandegraden av de planerade förvaltningsportföljerna i Nytto och Klövern som ett sätt att synliggöra känsligheten i substansvärden i intressebolagen. Enligt byggföretagens prognoser väntas bygginvesteringar i bostäder minska med 30–35 procent under 2022 och 2023.

Känslighetsanalys baserat på direktavkastningskrav om 3,5%, Färdigställandegrad mellan 70%-130% och WACC mellan 8,8%-10,3%

Färdigställandegrad	WACC						
	8,8%	9,0%	9,3%	9,5%	9,8%	10,0%	10,3%
70,0%	502	494	487	480	474	467	461
77,5%	549	541	533	525	518	510	503
85,0%	596	587	578	570	562	554	546
92,5%	643	633	624	615	606	597	588
100,0%	690	797	669	660	650	640	631
107,5%	737	726	715	704	694	684	674
115,0%	784	772	760	749	738	727	716
122,5%	831	818	806	794	782	770	759
130,0%	878	865	851	839	826	814	802

Källa: Carlsquare prognoser

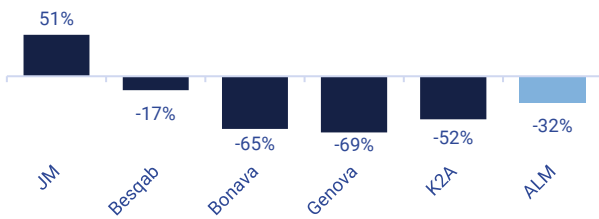
ALM Equitys apportemission har stängt substansgapet i Aros bostad

ALM Equitys tillskjutning av byggrätter innebär en avsevärd ökning i Aros portföljvärde, mer än en dubbling av deras bestånd. I slutet av kv3 bestod Aros totala tillgångar av cirka 1 307 mkr, varav 720 mkr i projekt och fastighetsvärden. Det egna kapitalet uppgick till 995 mkr av totala tillgångsvärdena. Börsvärdet på Aros var vid samma tidpunkt 1 800 mkr, fördelat på 37 920 147 stamaktier och 5 544 789 preferensaktier, vilket innebär att Aros handlades till en substanspremie om cirka 1,8x sitt substansvärde. Då affären skedde i början av kv4 har inte värdena synliggjorts i varken ALM Equitys eller Aros finansiella rapportering ännu, men Pro-forma noterar vi att ALM Equity har stängt gapet mellan börsvärdet och substansvärdet i Aros med sin apportemission. Emissionen består av en byggrättsportfölj värd 1 465 mkr som ALM Equity i ett första steg sålde mot 9 942 470 stamaktier värda ungefär 596 mkr och 2 953 161 preferensaktier värda ungefär 254 mkr (totalt 850 mkr) mot cirka 23 procent av Aros. Mellanskillnaden av köpeskillingen mot stam- och preferensaktierna består av konvertibler som kommer växlas under 2023/24 i utbyte mot resterande 12,1 procentenheterna avtalade med Aros. Givet att ALM Equity har skjutit in byggrätter i Aros till motsvarande emissionsvärde om 850 mkr under kv4-perioden, innebär detta att Aros nu sitter på en portfölj värd ungefär 2 460, allt annat lika. Detta kan ställas i relation till det nuvarande börsvärdet på Aros om 2 739 mkr, alltså ett P/NAV-förhållande på 1,12ggr.

SOTP-värdering vs EPRA-NAV 2022E

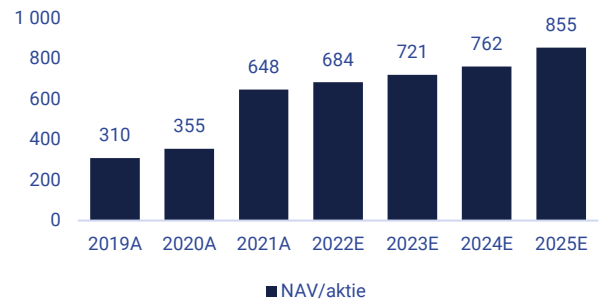
Likt många bostadsutvecklare handlas ALM Equity nu under sina bokförda substansvärden i dyningen av minskade produktionsförväntningar i sektorn, minskade fastighetsvärden till följd av högre finansieringskostnader och högre direktavkastningskrav, och som vi redan har sett bland flera fastighetsbolag i sektorn, direkt tillgångsreducering av fastigheter i form av likvidering för att täcka refinansieringsbehov. Våra prognoser renderar i ett EPRA NAV per aktie för 2022E om 684, vilket motsvarar en premie mot dagens börskurs om närmare 30 procent. Vidare ser vi att den estimerade NAV-tillväxten efter 2022 är en aning konservativ eftersom vi i nuläget inte tar hänsyn till värdeförändringar i Klöver-innehavet i takt med att intressebolaget investerar i sin projektportfölj löpandes.

Peergrupp-jämförelse



Källa: Capital IQ, för underliggande data.

EPRA NAV/Aktie



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Beroende av nyckelpersoner

ALM Equity är i stor utsträckning intimt förknippat med sin grundare, Joakim Alm, och dennes entreprenörskap i bostadsutvecklingssektorn. Han har expanderat företaget från ursprungligen några få mindre bostadsrättsprojekt 2006 till en stor koncern med tusentals direkt eller indirekt ägda byggrätter samriskbolag. Dessutom med entreprenadceller som täcker hela värdekedjan inom bostadsutveckling. Skulle Joakim Alm lämna koncernen av någon anledning (svårt att tänka sig mot bakgrund av hans majoritetsäggande) lär företaget inte bli densamma. Detta trots att ALM Equity idag har duktiga och etablerade dotterbolagschefer på plats.

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 entreprenör i konkurrens, där olika avtalsformer kan väljas. En totalentreprenad ger exempelvis säkra fasta kostnader för ett projekt. ALM Equity låter en modulbyggare genomföra en del av byggnationen exklusive markdelen. Det finns risker i genomförandet, framför allt när lägenhetskoncepten byggs de första gångerna, innan allt är intrimmat och faktorer välkända av byggherrar och entreprenörer.

Värdet av byggrätter

Värdet av bolagets byggrätter är knuten till det högsta av de färdiga fastigheternas värde som antingen hyresrätts- eller bostadsrättslägenheter. Investerarnas sjunkande avkastningskrav på bostadshyresfastigheter under förvaltning har varit påtaglig de senaste åren, men nu kan de börja vända uppåt igen. Bostadsbristen i de flesta regioner i Sverige gör att det i stort sett alltid varit möjligt att successivt höja hyran på lägenheterna och ändå få nästan allt uthyrt. Värdet på byggrätter fungerar i princip som optioner där dessa stiger och sjunker i takt med förändrade bostadsrätts- eller hyresrättspriser som i sin tur påverkas av investerarnas avkastningskrav. Vidare ökar byggrättsvärdet mycket kraftigt när en detaljplan fastställs av kommunen, medan värdet dessförinnan är väsentligt lägre och framför allt osäkert. Bolagets projekt återfinns i Stockholms län där priset för och värdet på byggrätter är högst i Sverige. Det ökar verksamhetens kapitalbehov.

Kapitalbehov

Fastighetsbranschen är mycket kapitalkrävande. Det gäller inte minst bostadsutveckling där bankernas möjlighet och vilja att ge lån är lägre jämfört med färdiga förvaltningsfastigheter. Bankernas möjlighet att låna ut påverkas av förändringar i den nationella och internationella kreditmiljön, där en mängd externa faktorer kan förändra förutsättningarna. Prisnedgången på bostadsrätter under andra halvåret 2017 ökade bankernas försiktighet, något som delvis fortfarande lever kvar.

Förvärv innebär både risker och möjligheter

ALM Equity har historiskt varit ett transaktionsintensivt bolag med mycket köp och försäljningar samt på senare tid även apportemissioner riktade till andra noterade och onoterade bolag. 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. Det finns även risker kopplade till ALM Equitys bedömning av framtidsutsikterna för Corem, som är bolagets samarbetspartner i JV-bolaget Klöver samt av Aros Bostad dit ALM Equity relativt nyligen apportionerade in en byggrättsportfölj i utbyte mot ett aktieäggande i Aros.

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	3351	2314	1681	1759	2096	7477	1408	1356	2317
Övriga intäkter	0	0	0	0	3161	0	0	0	0
Produktions-och driftskostnader	-2771	-2062	-1394	-1438	-1934	-5644	-1197	-1152	-1967
Bruttoresultat	580	252	287	321	3323	1833	211	203	350
Försäljnings-och administrationskostnader	-125	-145	-143	-118	-168	-90	-65	-55	-81
Resultat från andelar i dotterföretag	0	0	0	29	-14	0	0	0	0
Resultat från andelar enligt kapitalandelsmetoden	50	-1	-5	-1	174	-776	18	30	42
Rörelseresultat	505	106	139	231	3315	967	164	178	311
Finansiella intäkter	3	10	5	3	7	4	4	4	4
Finansiella kostnader	-69	-103	-130	-138	-226	-190	-160	-156	-162
Resultat efter finansiella poster	439	13	14	96	3096	781	8	26	153
Värdeförändringar derivatinstrument	11	3	7	6	8	2	0	0	0
Värdeförändringar andelar i bostadsrättslokaler	0	0	20	0	0	0	0	0	0
Värdeförändringar förvaltningsfastigheter	0	0	120	80	107	0	0	0	0
Värdeförändringar, under uppförande	0	0	271	51	246	258	0	0	0
Resultat efter värdeförändringar	451	16	432	233	3457	1041	8	26	153
Skatt	5	-11	2	-4	-34	13	-3	-3	-9
Periodens resultat	456	5	434	229	3423	1054	4	23	144
Periodens resultat hänförligt till	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Moderbolagets aktieägare	294	16	278	194	3386	791	3	17	108
Innehav utan bestämmande inflytande	162	-11	156	35	37	150	1	6	36
(EPS) -Före (kr)	29	2	20	11	314	74	0	2	10
(EPS) - Efter (kr)	0	0	20	11	312	74	0	2	10
Resultat per preferensaktie (kr)	0	0	8	8	37	0	0	0	0
EPS. Justerad	0	0	20	11	15	74	0	2	10
Tillväxt	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsättning	131%	-31%	-27%	5%	19%	257%	-81%	-4%	71%
Bruttoresultat	116%	-57%	14%	12%	935%	-45%	-88%	-4%	72%
EBITDA	134%	-76%	41%	53%	-25%	408%	-80%	7%	61%
EBITA	133%	-79%	31%	66%	-33%	528%	-83%	9%	74%
EBIT	133%	-79%	31%	66%	-33%	528%	-83%	9%	74%
EBT	132%	-96%	2600%	-46%	27%	252%	-99%	238%	492%
Nettovinst	137%	-99%	8580%	-47%	14%	297%	-100%	429%	527%
EPS	0%	0%	0%	-46%	2886%	-77%	-100%	429%	520%
Marginaler	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bruttomarginal. Just	17%	11%	17%	18%	8%	25%	15%	15%	15%
EBITDA. Just	15%	5%	10%	15%	9%	13%	14%	16%	15%
EBITA. Just	15%	5%	8%	13%	7%	13%	12%	13%	13%
EBIT. Just	15%	5%	8%	13%	7%	13%	12%	13%	13%
EBT. Just	13%	1%	26%	13%	14%	14%	1%	2%	7%
Nettomarginal	14%	0%	26%	13%	13%	14%	0%	2%	6%
Nyckeltal	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ROE (Hänfört till moderbolaget)	17%	1%	13%	8%	57%	15%	0%	0%	2%
ROE	17,1%	0,2%	13,1%	6,0%	47,8%	14,1%	0,1%	0,3%	1,6%
ROA	5,5%	0,2%	3,3%	2,0%	25,8%	5,6%	0,0%	0,1%	0,7%
Räntetäckningsgrad (ggr)	7,3	1,0	1,1	1,7	0,7	5,1	1,0	1,1	1,9
Genomsnittlig ränta	3,3%	2,6%	3,5%	2,9%	4,5%	4,0%	3,2%	3,2%	3,2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

Mkr	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Anläggningstillgångar								0	
Immateriella tillgångar	0	0	0	15	18	19	19	19	19
Maskiner och inventarier	14	6	16	9	5	5	5	5	5
Andelar enligt kapitalandelsmetoden	34	19	10	1	3 328	7 040	7 501	7 963	8 827
Förvaltningsfastigheter	0	0	1 508	2 489	94	94	94	94	94
Förvaltningsfastigheter under uppförande	0	1 212	1 602	2 763	755	0	0	0	0
Andelar i bostadsrättslokaler	0	0	42	50	50	51	51	51	51
Nyttjanderättstillgångar	0	0	177	175	63	55	55	55	55
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	3	0	0	0	0
Uppskjuten skattefordran	5	4	4	7	6	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	53	1 241	3 359	5 509	4 322	7 266	7 727	8 189	9 053
Exploateringsfastigheter	718	3 564	2 807	1 746	3 872	2 182	2 382	2 702	3 102
Pågående bostadsprojekt	3 345	1 009	726	308	2 150	2 296	2 236	2 727	1 891
Lagerandelar i bostads- och äganderätter	87	366	337	368	192	226	254	310	225
Pågående arbeten för annans räkning	0	0	0	0	6	3	3	3	3
Övriga kortfristiga fordringar	318	228	461	812	636	792	831	1 013	719
Likvida medel	569	390	699	722	1 954	1 284	1 308	543	981
Summa omsättningstillgångar	5 310	5 731	5 143	3 956	8 810	6 783	7 014	7 297	6 921
Summa Tillgångar	5 363	6 972	8 502	9 465	13 132	14 049	14 741	15 486	15 974
Aktiekapital	183	184	200	208	249	250	250	250	250
Övrigt tillskjutet kapital	1 006	986	1 608	1 406	1 733	27	77	157	257
Balanserade vinstmedel inklusive årets resultat	587	184	385	711	3 957	4 829	4 713	4 617	4 643
Eget kapital till moderbolagets aktieägare	1 776	1 354	2 193	2 325	5 939	5 107	5 041	5 024	5 150
Innehav utan bestämmande inflytande	892	784	1 117	1 465	1 215	2 372	2 833	3 295	4 159
Summa Eget Kapital	2 667	2 138	3 310	3 790	7 154	7 478	7 873	8 319	9 309
Räntebärande obligationslån	0	0	600	1 200	2 200	2 200	2 200	2 200	2 200
Räntebärande lån till kreditinstitut	1 087	1 076	1 264	1 720	439	428	428	428	428
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	14	13	13	13	13
Derivatinstrument	7	22	15	9	2	0	0	0	0
Leasingskuld	0	0	176	175	65	54	54	54	54
Uppskjuten skatteskuld	165	181	178	172	262	149	149	149	149
Övriga avsättningar	26	11	20	6	28	26	26	26	26
Summa långfristiga skulder	1 284	1 290	2 253	3 282	3 010	2 870	2 870	2 870	2 870
Räntebärande lån till kreditinstitut	866	2 409	1 596	1 547	2 022	1 864	2 085	2 024	2 103
Efterställda räntebärande reverslån	147	494	290	331	333	269	269	269	269
Övriga kortfristiga skulder, icke räntebärande	110	283	245	515	613	1 567	1 643	2 004	1 423
Summa kortfristiga skulder	1 411	3 544	2 939	2 393	2 968	3 700	3 997	4 297	3 795
Summa Skulder & Eget Kapital	5 363	6 972	8 502	9 465	13 132	14 049	14 741	15 486	15 974
Nyckeltal									
Soliditet	50%	31%	39%	40%	54%	53%	53%	54%	58%
Totala skulder	2099	3979	3926	4973	5073	4828	5049	4988	5067
Nettobelåningsgrad (Net LTV)	40%	64%	53%	52%	31%	38%	38%	43%	36%
Räntetäckningsgrad (ggr)	6,3	0,1	0,1	0,7	13,7	4,1	0,0	0,2	0,9
Rörelsekapital	5 038	5 557	5 030	3 956	8 804	6 780	7 011	7 294	6 918
Rörelsekapital/Tillgångar	94%	80%	59%	42%	67%	48%	48%	47%	43%
EPRA NAV	2 504	1 975	3 143	3 620	6 888	7 327	7 722	8 168	9 158
EPRA NAV/aktie	247	194	310	355	648	684	721	762	855

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflödesanalys (MSEK)

Mkr	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Rörelseresultat	505	106	139	231	3 315	954	164	178	311
Justeringar, Ej kassaflödespåverkande poster	-21	18	39	34	-3 262	-638	0	0	0
Erhållen ränta	0	10	5	3	5	4	4	4	4
Erlagd ränta	-50	-102	-130	-138	-227	-190	-160	-156	-160
Betald skatt	-8	-2	-68	-8	-46	-10	-3	-3	-9
KF före förändring i rörelsekapital	426	30	-15	122	-215	120	4	23	146
Delta exploateringsfastigheter	-417	-178	757	-339	-11	-277	-6	45	-77
Delta Pågående bostadsprojekt	182	224	280	418	751	-221	66	-536	913
Delta andelar i bostad-och äganderätter	-52	-279	29	-20	182	-34	-29	-56	85
Delta Rörelsefordringar	-100	286	-172	-157	252	-202	-38	-182	294
Delta Rörelseskulder	-384	-163	-167	-82	-127	366	76	361	-581
KF. Förändringar i rörelsekapital	-771	-110	727	-180	1 047	-368	69	-368	634
KF. Löpande verksamheten	-345	-80	712	-58	832	-248	74	-345	780
Förvärv/avyttring Anläggningstillgångar	2	8	74	-15	-4	0	0	0	0
Förvärv/avyttring finansiella anläggningstillgångar	-826	57	213	-8	0	-221	0	0	0
Förvärv/avyttring förvaltningsfastigheter	0	-451	-1 778	-680	-1 475	-61	-200	-320	-400
Investeringar i rörelseförvärv	0	0	0	0	-1 112	0	0	0	0
Avyttring dotterbolag	0	0	0	0	372	-319	0	0	0
KF Investeringsverksamheten	-824	-386	-1 491	-703	-2 219	-601	-200	-320	-400
Obligationer, upptagna	600	0	0	969	1 381	0	600	0	600
Obligationer, amorterade -	462	0	0	-867	0	0	-600	0	-600
Upptagna lån (kreditinstitut) +	1 388	1 354	1 917	1 596	1 588	1 082	645	365	875
Amorterade lån (kreditinstitut) -	-1 996	-975	-1 670	-1 148	-841	-736	-424	-426	-796
Externa aktieägartillskott	811	-24	888	293	35	15	50	80	100
Nyemissioner/teckningsoptioner inkl.kostnader	0	0	148	82	338	29	0	0	0
Nyemissioner inkl. Kostnader koncernbolag	0	0	0	460	244	0	0	0	0
Utdelningar från intressebolag/kapitalandel JV	35	9	6	6	1	3	0	0	0
Utbetald utdelning stamaktieägare	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utbetald utdelning preferensaktieägare	-38	-67	-74	-86	-103	-120	-120	-120	-120
Transaktioner innehav utan bestämmande inflytande	-42	-50	-127	-521	-24	-94	0	0	0
KF.Finansieringsverksamheten	1 220	247	1 088	784	2 619	179	151	-101	59
Periodens Kassaflöde	51	-219	309	23	1 232	-670	24	-765	439
Cash, BoP	518	609	390	699	722	1 954	1 284	1 308	543
Cash, EoP	569	390	699	722	1 954	1 284	1 308	543	981
Nyckeltal -kassaflöde									
FCF	-1 169	-466	-779	-761	-1 387	-849	-126	-665	380
FCF/Aktie	-144	-57	-79	-72	-98	-59	-9	-46	26
FCF/Equity			-24%	-20%	-19%	-11%	-2%	-8%	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 Fredrik Nilsson och Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.