

Uppdatering: Kv4 2022

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

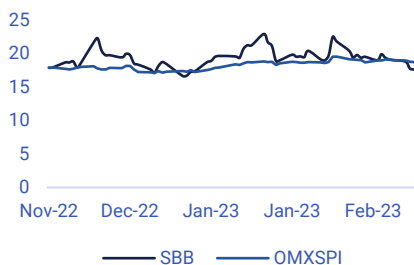
VD: Ilija Batljan
 SO: Lennart Schuss
www.sbbnorden.se

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 16,77 kr
 Marknadsvärde: 24 386 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
 Reuters Eikon: SBBB.ST

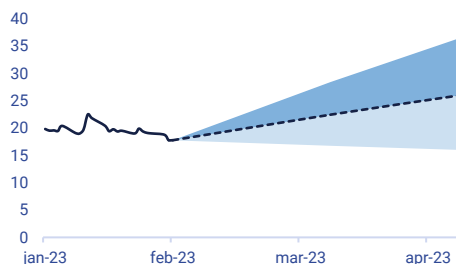
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	-56,5	-4,3	11,4	-16,2

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	16	26	36
Upp-/nedsida	-4%	55%	117%

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Bättre intjäning väger upp lägre substans

SBB i Norden levererade ett avsevärt svagare kv4 2022-resultat än vår prognos. Det berodde främst på större värdeminskningar på fastigheter, nedskrivning av goodwill samt reaförlust vid avknopningen av Neobo. Samtidigt är bolagets intjäningsförmåga per 31 december 2022 bättre än vår tidigare uppskattning. Sammantaget innebär det att värdet på SBB:s stamaktie bedöms vara samma som tidigare. Det avspeglas i vår oförändrade rikt Kurs på 26 kronor per stamaktie i Bas-scenariot.

Ledande aktör inom samhällsfastigheter

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 136 miljarder kronor per 31 december 2022. SBB har under de senaste åren dominerat den svenska transaktionsmarknaden inom sina segment (samhällsfastigheter och bostäder) och har också blivit en viktig aktör i Norge. SBB:s fastighetsvärde per 31 december 2022 fördelade sig på 72 procent i Sverige och 28 procent i övriga Norden.

Bättre intjäningsförmåga än väntat inför kv1 2023

SBB redovisade ett resultat efter finansnetto på minus 8842 miljoner kronor för kv4 2022, vilket var avsevärt sämre än vår prognos. En dryg tredjedel av denna förlust är dock hänförlig till resultat effekter vid avknopningen av Neobo. Vidare redovisade SBB-koncernen värdeminskningar på fastigheter om ca 3,6 miljarder kr i kv4 2022, jämfört med vårt estimat om minus 1,3 miljarder kr. Värdenedgången var inte oväntat större på bostäderna än på samhällsfastigheterna under kv4 2022.

Under kv1 2023 får SBB en köpeskilling om 9,2 miljarder kr som likvid från försäljningen av 49% av aktierna i Educo (bestående av SBB:s utbildningsfastigheter i de nordiska länderna). SBB avser även att avyttra fastigheter för ytterligare 6 miljarder kr fram till 30 juni 2023. Koncernens kassa uppgick till ca 4,4 miljarder kr per 31 december 2022, vilket är lägre än tidigare nivåer, då koncernen brukade ha en likviditet på imponerande 10 miljarder kr vid kvartalsboksluten. Huruvida SBB kommer tillbaka till denna likviditetsnivå framöver beror även på om bolaget avser att fortsätta att köpa tillbaka utestående lån.

Ytterligare en nyhet under rapportdagen var att styrelsen överväger att låta börsnotera Sveafastigheter, vilket skulle kunna frigöra upp till 8 miljarder kr för SBB:s del.

SBB:s genomsnittliga ränta ökade från 1,89 procent per 30 september 2022 till 2,12 procent per 31 december 2022. Bolaget har nu ett arbitrage på sina fastigheter beräknat som direktavkastning på fastigheterna minus räntekostnad på lånen på ca 1,6 procent.

Oförändrat motiverat värde på 26 kronor per stamaktie

Efter att ha uppdaterat våra prognoser på SBB samt stämt av kv4 2022-rapporterna från de ca 30 fastighetsbolag som hittills har rapporterat landar vår rikt Kurs för SBB:s stamaktie oförändrat på 26 kronor. Vår värderingsmodell bygger till 30 procent vardera på jämförande nyckeltal med andra fastighetsaktier samt till 40 procent på en kassaflödesmodell av bolaget. Vår rikt Kurs för SBB-aktien varierar från 16 kronor/aktie i Bear-scenariot till 36 kronor/aktie i Bull-scenariot.

Nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Hyesintäkter	5 930	7 447	6 732	6 942	7 236
Driftnetto	4 047	4 881	4 351	4 451	4 633
Resultat efter finansnetto	29 294	-10 548	4 225	5 739	6 685
Resultat per stam-aktie (SEK)	17,12	-7,26	1,52	2,34	2,87
P/E	3,9x	-2,4x	11,0x	7,2x	5,8x
EK/aktie (exkl. hybrid) (SEK)	42,5	30,9	31,5	33,0	35,0
P/EK	1,56x	0,56x	0,53x	0,51x	0,48x
Utdelning SEK/stam-aktie	1,32	1,32	1,44	1,44	1,44

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

SBB redovisade väsentligt större värdeminskningar på sina fastigheter (minus 3,6 miljarder kronor) under kv4 2022 jämfört med vår prognos om minus 1,3 miljarder kronor. Samtidigt är koncernens intjäningsförmåga per 31 december 2022 bättre än väntat. Bolaget höjer utdelningen från 1,32 kr till 1,44 kr per stam-aktie, med möjlighet för aktieägarna att återinvestera sin utdelning i nya SBB-aktier. SBB avser också att avyttra fastigheter för ca 6 miljarder kronor under första halvåret 2023. Styrelsen överväger vidare att låta börsnotera intressebolaget Sveafastigheter. Det skulle ge SBB möjlighet att sälja aktier för uppskattningsvis fyra miljarder kronor.

Stora nedskrivningar, men också bättre intjäningsförmåga

SBB:s hyresintäkter i kv4 2022 blev 1850 miljoner kronor, vilket översteg vår prognos med 4 procent. Driftnettot om 1105 miljoner kronor i kv4 2022 var däremot 3% lägre än vårt estimat.

Värdeförändringar på SBB:s fastigheter på minus 3 590 miljoner kronor var sämre än vår prognos på minus 1 300 miljoner kronor. Värdeminskningen på ca 2,6% på hela fastighetsbeståndet under kv4 2022 var lägre för samhällsfastigheterna (minus 2,2%) och högre för bostadsfastigheterna (minus 2,9%). Den genomsnittliga värdenedgången för de ca 30 större fastighetsbolag som hittills har rapporterat sina kv4 2022-resultat uppgår till minus 2,4% av ingående fastighetsvärde per 31 december 2021. Under kv4 2022 ligger SBB:s värdeförändringar på beståndet i nivå med övriga börsnoterade fastighetssektorn. Räknat på helåret 2022 minskade SBB:s fastighetsbestånd med ca 3% i värde mot endast 0,2% i genomsnitt för de svenska börsnoterade fastighetsbolagen (en siffra som dras upp av stora värdeuppgångar för främst Balder och Atrium Ljungberg).

SBB skrev också ned goodwill med 590 miljoner kronor och aktieinnehavet i JM med ytterligare 51 miljoner kronor i kv4 2022. Det bokförda värdet på SBB:s aktiepost i JM uppgår nu till strax över 6 miljarder kr. Börsvärdet på SBB:s JM-post har ökat från ca 3,5 miljarder kr när det var som lägst hösten 2022 till ca 4,5 miljarder kr idag.

Den 17 november meddelade SBB att bolaget hade köpt tillbaka egna obligationslån (inklusive del av hybridobligationslånet) för totalt 501 miljoner Euro. De återköpta lånen hade ett nominellt värde av 631 miljoner Euro. Återköpet borde därför ha gett en kursvinst på ca 1,4 miljarder kronor för SBB:s del. Det redovisade resultatet av förtidsinlösen av lån i kv4 2022 begränsade sig dock till 429 miljoner kr. Det var en av flera orsaker till den stora resultatavvikelsen mot våra prognoser.

Ett realisationsresultat om minus 3 202 miljoner kronor avseende avknoppningen av Neobo ingår också i kv4 2022-resultat, något som vi inte hade räknat med.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) äger en fastighetsportfölj värd ca 136 miljarder kr per 31 december 2022. Hyresgästerna är främst offentliga och andra operatörer inom utbildning, äldreboende, LSS, sjukhus & vårdcentraler, rättsväsende, kommunhus samt offentliga kontor. SBB äger även hyresbostäder. Hyresavtalen löper på i genomsnitt tio återstående år. Projekt och renovering samt förvärv som ger arbitrage i förhållande till räntan är en värde drivare för SBB-aktien, liksom renovering och projektutveckling av fastigheterna.

Det långsiktiga substansvärdet EPRA NRV blev 31,34 kronor per stam-aktie per 31 december 2022. Det kan jämföras med 34,70 kronor i EPRA NRV per stam-aktie per 30 september 2022 justerat för avknoppningen av Neobo. I vår substansvärdering kommer vi i stället fram till 26,36 kr per stam-aktie i SBB, men då har vi räknat på ett annat sätt. Dels subtraherar vi goodwill som inte är hänförlig till uppskjuten skatt. Vidare justerar vi för undervärdet i SBB:s JM-aktiepost och återlägger endast 75,73% av uppskjuten skatt netto efter avdrag för goodwill hänförlig till den uppskjutna skatten. Vi återlägger inte heller över- eller undervärden av derivat i våra substansberäkningar.

Koncernens intjäningsförmåga på 2,02 kronor per stam-aktie per 31 december 2022 är väsentligt bättre än våra tidigare estimat om 1,66 kronor per aktie presenterad i vår Preview inför kv4 2022 daterad 10 februari 2023.

Nyheter under kv4 2022 samt 1 januari-23 februari 2023:

Den 30 november 2022 annonserade SBB försäljningen av 49% av Educo-portföljen (utbildningsfastigheter) med 44,9 miljarder kronor i fastighetsvärde (+/- 1,2 miljard kronor i Earn-Out) med kanadensiska Brookfield som köpare. Transaktionen ger en köpeskilling om 9,2 miljarder kr till SBB, varav 6,6 miljarder kr erhöles 18 januari 2023.

Övriga två större transaktioner som SBB genomförde under kv4 2022 var försäljningen av 50% ägande i JV-bolaget Svenska Myndighetsbyggnader till Kåpan samt avyttring av 50% i ett annat JV-bolag med Aspelin Ramm jämte en angränsande fastighet i Gamlestaden, Göteborg.

Den 27 december 2022 knoppades bostadsbolaget Neobo av genom utdelning till SBB:s aktieägare. Neobo hade vid avknoppningen fastigheter till ett bokfört värde av ca 16 mdr kr och ett bokfört eget kapital på ca 8 mdr kr. Avknoppningen har bidragit till att den tidigare stora rabatt som SBB-aktien handlades till relativt övriga fastighetssektorn har minskat.

SBB överväger att låta notera Sveafastigheter. Innehavet motsvarar ca 8 miljarder kr av SBB:s substans eller 5,50 kronor per stam-aktie i SBB. Om Sveafastigheter noteras avser SBB att sälja 70% av sitt aktieinnehav. Då skulle SBB frigöra kapital och renodla verksamheten ytterligare mot samhällsfastigheter. Vi noterar att fastighetsbolag generellt värderas med ganska betydande substansrabatter idag. 8 miljarder kr kan alltså sannolikt bli ett lägre belopp när Sveafastigheter väl är noterat.

Investment case, prognoser och värdering

SBB i Norden har expanderat sin portfölj av samhällsfastigheter kraftigt de senaste åren. Sedan inledningen av 2022 har bolaget frigjort kapital genom försäljning av fastigheter för att kunna hantera det stigande ränteläget. Samhällsfastigheter har en lägre motpartsrisk än kommersiella fastigheter. SBB har ett arbitrage (1,6 procent) mellan 3,7 procent i direktavkastning på fastighetsportföljen och 2,1 procent i räntekostnad på koncernens lån per 31 december 2022. Vår riktkurs för SBB-aktien blir oförändrat 26 kronor i Bas-scenario jämfört med vår preview den 10 februari 2023. Vår värderingsmodell består till 60 procent av en multipel-jämförelse med andra fastighetsaktier (P/E på intjäningsförmåga och kurs/substans) samt till 40 procent av en kassaflödesvärdering av SBB.

Samhällsfastigheter ger en ökad trygghet

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj bokförd i ca 136 miljarder kronor per 31 december 2022. Bolaget har dominerat den svenska transaktionsmarknaden inom segmenten samhällsfastigheter och bostäder samt har breddat sig mot övriga Norden. Värdemässigt fördelade sig SBB:s fastighetsvärde cirka 72 procent i Sverige, cirka 19 procent i Norge, cirka åtta procent i Finland och cirka en procent i Danmark per 31 december 2022.

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

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

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

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

Stabila hyresgäster premieras i osäkra tider.

P/E 11x på justerad vinst per aktie före värdeutvecklingsvinster

Vid sidan av sin intjäningsförmåga kopplat till driftnettot från bolagets fastigheter minus räntekostnader motsvarande 2,0 kronor per stam-aktie efter avyttringen av 49% av aktierna i Educo (samhällsfastigheter i SBB som utgjorde 47% av portföljen per 31 december 2022), har SBB dessutom satt mål om att årligen ta fram vinster via fastighetsutveckling och transaktioner motsvarande ytterligare 2,7 kronor per stam-aktie. Totalt alltså ca 4,7 kronor per stam-aktie vilket ger ett p/e-tal på knappt 4 ggr räknat på dagens kursnivå i SBB (!). Dock är den faktiska överskottsgraden i bolagets förvaltning fortfarande lägre än den målsatta. Justerat för den faktiska överskottsgraden och centrala administrationskostnader uppgår SBB:s vinst per aktie till 1,54 kronor per stam-aktie före värdeutvecklingsvinster enligt våra beräkningar. Det motsvarar P/E 11x givet aktuell kurs för stamaktien.

Avkastningen på renoveringar av lägenheter brukar ligga inom intervallet 10–15 procent på obelånat kapital. En viktig förutsättning är att utgående "gammal" hyra i SBB-fastigheterna i genomsnitt endast är 50–60 procent av det som kan uppnås efter renovering och/eller nyproduktion.

Det finns en brist på bostäder, skolor, ålderdomshem och fängelser i Sverige samt bostäder främst i stor- och regionstäderna. Det kommer att innebära att SBB kan nyproducera samhällsfastigheter och teckna långa hyreskontrakt, med åtföljande värdetillväxt.

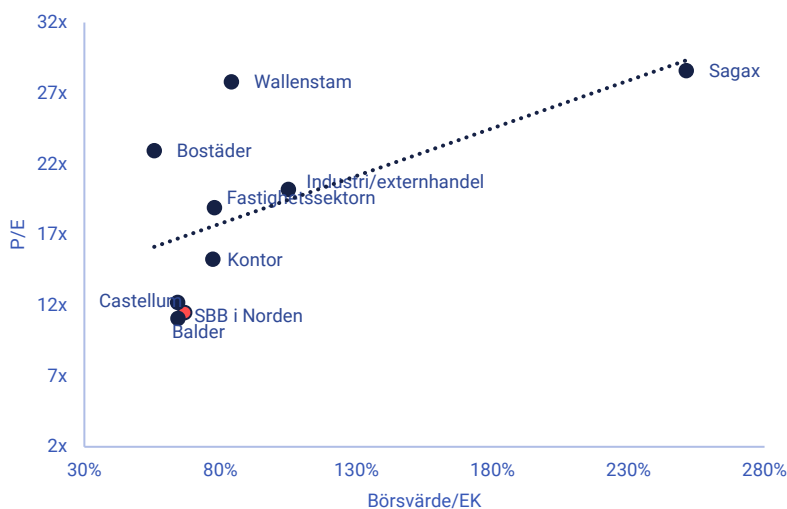
Emellertid har stigande byggkostnader gjort det mindre lönsamt och mer riskfyllt att bygga nya bostäder för tillfället. Bolaget har därför beslutat att pausa produktionen tills vidare. Antalet bostadsbyggrätter (lägenheter) som SBB äger minskade från ca 73 000 per 31 december 2021 till ca 63 000 den 31 december 2022.

Värdering

Vi har sammanställt nyckeltalen för 38 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedanstående graf illustrerar att SBB-aktien värderas lägre än den övriga fastighetssektorn räknat efter såväl intjäningsförmåga som substansvärde. Det är endast Balder och Castellum som värderas i närheten av SBB:s låga nyckeltal. Detta är kopplat till att Balder, Castellum och SBB har en hög andel obligationslån om ca 60 procent. Genomsnittet för den börsnoterade fastighetssektorn ligger på 40 procent obligationslån. Tendensen har varit att i stort sett samtliga bolag har amorterat och fått ett något mindre totalbelopp av obligationslån när vi jämför läget per 30 september och 31 december 2022 (dvs efter kv3 respektive kv4).

I nedanstående två-dimensionella diagram med P/E-värdering i y-led och Börsvärde dividerat med substansvärde i x-led har vi tagit med ett antal större noterade fastighetsbolag som Balder, Castellum, Sagax och Wallenstam samt kategorierna Kontor, Bostäder och Industri/Externhandel. I gruppen kontor ingår Atrium Ljungberg, Diös, Nyfosa, Platzer, Stenhus och Wihlborgs). Bostadsbolagen är Brinova, Fortinova, Heba, John Mattsson, K2A, K-Fast Holding, Klarabo, Neobo och Studentbostäder. I gruppen industri/externhandel ingår Arlandastad, Catena, Cibus, Co-rem, Fastpartner, Logistea, Nivika, NP3, Sagax, Stendörren och SLP.

Nyckeltalsvärdering efter större fastighetsbolag samt kategorier i sektorn



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Oförändrad rikt Kurs i SBB:s stamaktie på 26 kronor i Bas-scenariot

SBB-aktien värderas till en substansrabatt om 33 procent beräknat efter fem procent latent skatt på övervärden fastigheter. Vi har reducerat SBB:s substansvärde med det undervärde på ca 1,5 miljarder kronor som finns i bolagets intressebolagsandel i JM, räknat på aktuell aktiekurs i JM. D-aktierna i SBB antas kunna återköpas till deras andel av aktiekapitalet i SBB. Den svenska börsnoterade fastighetssektorn värderas efter årets kursnedgång till i genomsnitt 22 procent rabatt på sina substansvärden. Dessa substansvärden har justerats av Carlsquare avseende goodwill, hybridobligationer och marknadsvärden på aktieposter etcetera.

P/E-talsmässigt (värdering av resultat efter 10 procent schablonskatt exklusive värdeförändringar på fastigheter och derivat) ligger SBB på P/E 11x jämfört med fastighetssektorn på 19x mätt som ett genomsnitt.

Vi gör en sammanvägning av intjäningsförmåga, substansvärdering och det diskonterade kassaflödesvärdet med 30-, 30- respektive 40 procent vikt till en riktkurs för SBB:s stamaktie.

Vi får en motiverad rikt Kurs på 26 kronor per stamaktie i basscenariot, samma värde som vi fick i vår kv4 2022-preview den 10 februari 2023.

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 16 kronor per stamaktie (samma som tidigare). I DCF-värderingen enligt detta scenario antar vi att kassaflödena från rörelsen blir 85 procent av nivåerna från Bas-scenariot.

I ett optimistiskt Bull-scenario beräknas ett motiverat värde på 36 kronor per stamaktie (även det samma som tidigare). I DCF-värderingen enligt Bull-scenariot antar vi att kassaflödena från rörelsen blir 115 procent av nivåerna från Bas-scenariot.

Värdering (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	1,54	1,54	1,54
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt och median)	18,9	15,1	22,7
Motiverat värde, intjäning per aktie	29	23	35
Substansvärde, SBB-aktien (10% skatt på övervärden)	26,4	21,1	31,6
P/NAV fastighetsbolag (genomsnitt och median)	78%	62%	93%
Motiverad värdering på substans per aktie	21	13	30
Motiverat DCF-värde (+/-15% på kassaflödet)	28	13	43
Applicerat på intjäning	30%	30%	30%
Applicerad vikt för substansvärde	30%	30%	30%
Applicerat värde på DCF-värde	40%	40%	40%
Total vikt för båda värderingarna	100%	100%	100%
Värde per aktier i ett basscenario	26	16	36

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning Kv4 2021-Kv3 2023P (MSEK)

	Kv4 2021	Kv1 2022	Kv2 2022	Kv3 2022	Kv4 2022	Kv1 2023P	Kv2 2023P	Kv3 2023P
Hysesintäkter	1 695	1 831	1 878	1 888	1 850	1 696	1 659	1 682
Driftskostnader	-347	-455	-349	-312	-451	-356	-318	-286
Underhåll	-110	-85	-90	-84	-134	-67	-82	-77
Förvaltningsadministration	-122	-103	-115	-130	-117	-115	-119	-124
Fastighetsskatt	-34	-35	-34	-29	-43	-38	-38	-39
Driftsnetto	1 082	1 153	1 290	1 333	1 105	1 120	1 102	1 155
Centraladministration	-52	-64	-213	-43	-113	-90	-89	-87
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	-46	-13	-17	-66	-24	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	2 229	434	-76	-846	-1 378	220	263	225
Rörelseresultat före värdeförändringar	3 212	1 510	984	378	-410	1 250	1 276	1 293
Finansnetto	-201	-249	-199	-370	-469	-415	-437	-470
Övriga finansiella kostnader	241	185	-932	-687	-157	-6	-6	-6
Förvaltningsresultat	3 253	1 446	-147	-679	-1 036	829	833	817
Värdeförändringar fastigheter, goodwill-justering & resultat för bostadsprod.	9 378	2 362	-836	-2 507	-3 590	0	0	500
Värdeförändringar derivat	-234	5	-185	-10	-3 811	0	0	0
Resultat före skatt	1 151	-341	-1 444	630	-405	0	0	0
Aktuell skatt	13 548	3 472	-2 612	-2 566	-8 842	829	833	1 317
Uppskjuten skatt	-87	-132	-152	70	-80	-29	-29	-46
Periodens resultat	-1 156	-401	43	415	973	-95	-96	-151
Vinst per aktie (SEK)	12 305	2 939	-2 721	-2 081	-7 949	704	708	1 119
Förvaltningsresultat efter betald skatt	8,63	1,86	-1,99	-1,53	-5,61	0,29	0,23	0,52
Resultat hänförlig stam A och B	12 530	2 709	-2 889	-2 225	-8 153	417	337	751
Resultat just. för värdeförändringar, hänförligt till stam	2 231	683	-424	-338	-347	417	337	251

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

Resultaträkning, helår 2021-2025P (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Hysesintäkter	5 930	7 447	6 732	6 942	7 236
Driftskostnader	-1 114	-1 567	-1 385	-1 428	-1 489
Underhåll	-322	-393	-353	-364	-380
Förvaltningsadministration	-317	-465	-488	-530	-552
Fastighetsskatt	-130	-141	-155	-168	-182
Driftsnetto	4 047	4 881	4 351	4 451	4 633
Centraladministration	-290	-433	-352	-331	-336
Förvärvs- och omstrukturingskostnader	-86	-120	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	2 814	-1 866	1 020	1 071	1 124
Rörelseresultat före värdeförändringar	6 485	2 462	5 018	5 190	5 421
Finansnetto	-737	-1 287	-1 794	-1 920	-1 979
Övriga finansiella kostnader	-58	-1 591	-25	-26	-27
Förvaltningsresultat	5 690	-416	3 200	3 245	3 415
Värdeförändr. fastigheter & resultat bostadsprod.	21 360	-4 571	1 025	2 494	3 269
Värdeförändringar derivat	-243	-4 001	0	0	0
Resultat före skatt	2 487	-1 560	0	0	0
Aktuell skatt	29 294	-10 548	4 225	5 739	6 685
Uppskjuten skatt	-247	-294	-148	-201	-234
Periodens resultat	-3 446	1 030	-486	-660	-769
Förvaltningsresultat efter betald skatt	5 443	-710	3 052	3 044	3 181
Resultat hänförligt till stam A och B	23 697	-10 558	2 214	3 409	4 179
Resultat just. för värdeför. hänför. stam	93	-426	1 337	1 116	1 144
Tillväxt	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Hysesintäkter	16%	26%	-10%	3%	4%
Driftsnetto	16%	21%	-11%	2%	4%
Rörelseresultat före värdeförändringar	94%	-62%	104%	3%	4%
Förvaltningsresultat	130%	-107%	-869%	1%	5%
Resultat före skatt	183%	-136%	-140%	36%	16%
Periodens resultat	182%	-138%	-137%	36%	16%
Marginaler	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Överskottsgrad	68%	66%	65%	64%	64%
EBIT-marginal före värdeförändringar	109%	33%	75%	75%	75%
Förvaltningsresultat-marginal	96%	-6%	48%	47%	47%
Resultat före skatt-marginal	494%	-142%	63%	83%	92%
Resultat efter skatt-marginal	432%	-132%	53%	70%	79%

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

Balansräkning, helår 2021-2025P (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Immateriella anläggningstillgångar	6 066	5 283	5 283	5 283	5 283
Förvaltningsfastigheter	149 335	135 616	134 951	142 684	152 322
Nyttjanderätt tomträtt	639	829	829	829	829
Inventarier	48	37	7	-23	-55
Summa materiella anläggningstillgångar	156 088	141 765	141 071	148 773	158 378
Andel i intresseföretag/JV	16 373	12 649	13 669	14 740	15 864
Fordringar hos intressebol. /JV	3 885	1 737	1 737	1 737	1 737
Derivat	547	1 696	1 696	1 696	1 696
Finansiella tillgångar, verk. värde	4 530	2 298	2 298	2 298	2 298
Andra långfristiga fordringar	207	939	939	939	939
Summa finansiella anläggningstillgångar	25 542	19 319	20 339	21 410	22 534
Summa anläggningstillgångar	181 630	161 084	161 409	170 183	180 912
Kundfordringar	219	106	110	66	-43
Fordringar og intressebol. /JV	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	279	156	156	156	156
Övriga fordringar	1 959	1 434	1 523	425	-2 330
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	540	740	761	497	-167
Summa kortfristiga fordringar	2 997	2 436	2 550	1 144	-2 384
Kortfristiga placeringar	53	421	421	421	421
Likvida medel	9 837	4 429	10 900	9 178	9 730
Summa omsättningstillgångar	12 887	7 286	13 871	10 742	7 767
Summa tillgångar	194 517	168 370	175 280	180 925	188 679
Summa Eget kapital	82 971	63 337	74 034	76 818	80 406
Skulder till kreditinstitut	21 974	30 496	29 629	30 054	30 638
Obligationslån	51 919	48 310	45 581	46 918	48 757
Derivat	30	971	971	971	971
Uppskjutna skatteskulder	10 428	9 120	9 606	10 266	11 035
Skuld finansiell leasing	639	829	829	829	829
Övriga långfristiga skulder	292	141	141	141	141
Summa långfristiga skulder	85 282	89 867	86 757	89 179	92 371
Skulder till kreditinstitut	1 758	3 400	3 232	3 314	3 428
Företagscertifikat	11 169	1 111	797	951	1 163
Obligationslån	1 175	3 768	3 571	3 667	3 800
Leverantörsskulder	181	456	456	461	484
Aktuella skatteskulder	418	310	310	318	357
Övriga skulder	9 530	4 197	4 199	4 244	4 468
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2 033	1 924	1 926	1 972	2 202
Summa kortfristiga skulder	26 264	15 166	14 490	14 928	15 902
Summa eget kapital och skulder	194 517	168 370	175 280	180 925	188 679
	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Likviditet	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	11%	16%	18%	8%	-15%
Likviditetsgrad	49%	48%	96%	72%	49%
Kassa/kortfristiga skulder	38%	32%	78%	64%	64%
Soliditet	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	-78 744	-83 064	-72 317	-76 135	-78 464
Nettoskuld/EBIT	12,1x	33,7x	14,4x	14,7x	14,5x
Nettoskuld/EK	95%	131%	98%	99%	98%
Skuld/EK	107%	139%	113%	112%	110%
Soliditet	43%	38%	42%	42%	43%
Lönsamhetsmätt	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Avkastning på eget kapital	49%	-12%	6%	7%	7%
Avkastning på totalt kapital	25%	-2%	4%	5%	5%
Avkastning på investerat kapital	22%	-6%	1%	2%	3%

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

Kassaflöde, helår 2021-2025P (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	2 415	3 479	2 032	1 973	2 057
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	21	140	-114	1 406	3 528
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	2 184	-1 474	3	105	516
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	4 620	2 145	1 921	3 484	6 101
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-55 899	-11 787	-4 310	-5 239	-6 368
Försäljning av fastigheter	20 241	2 374	6 000	0	0
Investeringar/försäljning inventarier	-31	1	30	31	32
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-9 234	537	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	-3 049	4 055	0	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	180	4 202	0	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	-169	-728	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-47 962	-1 345	1 719	-5 208	-6 336
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	0	0	0	0	0
Nettoemission hybridobligationer/konvertibler	1 893	-742	0	0	0
Inlösta preferensaktier	-20	0	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	58	0	0	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-1 846	-2 837	-2 094	-2 094	-2 094
Nettoförvärv minoritetsandelar	2 528	466	9 200	0	0
Nettopptagning av lån	32 355	216	-4 276	2 096	2 881
Förändring övriga långfristiga skulder	4 579	-3 313	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	39 546	-6 209	2 830	2	787
Periodens kassaflöde	-3 796	-5 409	6 471	-1 722	552
Likvida medel, periodens börj.	13 606	9 837	4 429	10 900	9 178
Valutakursändring i likvida medel	27	1	0	0	0
Likvida medel vid periodens slut	9 837	4 429	10 900	9 178	9 730
Nyckeltal					
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	0,41x	0,47x	0,30x	0,28x	0,28x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	0,01x	0,02x	0,01x	0,01x	0,01x
Utdelning kronor per stam-aktie	1,32	1,32	1,44	1,44	1,44

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

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Bertil Nilsson och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.