

Uppdatering: Kv4 2022

ALM EQUITY AB

ALM Equity profilerar sig som ett investmentbolag fokuserat på bostadsutvecklande fastighetsbolag i hela värdekedjan med bolag inom de fyra affärsområdena; Fastighetsutveckling, förvaltning, entreprenad, och digitala tjänster. Bolagsportföljen kontrollerar samtliga skeden i utvecklingsarbetet, från byggrättsförvärv, till produktion och försäljning, och slutligen förvaltning.

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 (Stam): 5 403 MSEK

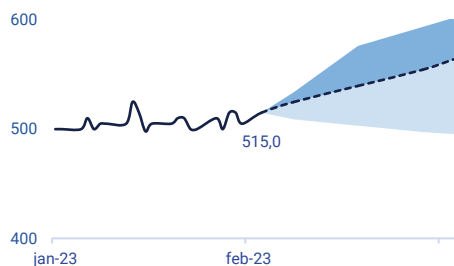
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-47,0	-1,9	-24,6	-3,0

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	495	564	602
Upp-/nedsida (%)	-1,9	11,7	19,3

Källa: S&P Capital IQ and CSQ EQR

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Fredrik Nilsson
Associate Equity Analyst

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Nedskrivningar i intressebolag drar ned resultat

ALM Equity stänger ett transaktionsintensivt räkenskapsår med två nya innehavsbolag i koncernen, Klöver och Aros bostad. Lägre fastighetsvärden har lett till att intressebolagen i koncernen gjort betydande nedskrivningar vilket påverkat kv4 2022 resultatet kraftigt. Vi beräknar ett motiverat värde per aktie för ALM Equity till 564kr (660) för de kommande 6–12 månaderna.

Nedskrivningar i intressebolagen drar ned kv4-resultatet

Under de senaste två kvartalen har ALM Equity skrivit ned värden i sina intressebolag till följd av ökade kostnader, höjda avkastningskrav och sjunkande börsvärden. Under kv3 och kv4 2022 skrev ALM Equity ned värdet på innehavet i börsnoterade Nyttobostäder med 654 MSEK respektive 811 MSEK, totalt 1 500 MSEK för året. Den största resultatpåverkande händelsen var att Klöver skrev ned sina fastighetsvärden med 1 470 MSEK, vilket utgör ca 15% (!) av de rapporterade fastighetsvärdena kv3 2022.

ALM Equity föreslår förändring av Nyttobostäders finansieringsmodell

Under januari 2023 föreslog ALM Equity en förändring av Nyttobostäders finansieringsmodell och villkor för leveranser till Nyttobostäder från ALM Equitys utvecklingsverksamhet. Förslaget innebär att befintliga preferensaktier omvandlas till stamaktier, vilket medför att ALMs ägarandel i Nyttobostäder minskar från 43,5% till 37,5%. Villkorsändringen innebär att utvecklingsrisken för projektportföljen skjuts över till intressebolaget. Detta förslag kommer inte helt oväntat med tanke på att ALM Equity ställt för utvecklingsrisken för en projektportfölj med hög implicit direktavkastning i förhållande till försäljningsvärdena. Den kassaflödespåverkande aspekten av omvandlingen bedöms inte lika betydande som utspädningen då preferensaktierna delar ut 4 MSEK per år.

ALM Equity Frånträdde 23 projekt till Aros Bostad

Under kv4 har ALM Equity frånträtt de 23 avtalade projekten till Aros Bostad för 23% av bolaget fördelat på stam- och preferensaktier. I samband med frånträdet har VD Joakim Alm valts in i Aros styrelse. Tio medarbetare från ALM Equity har anställts hos Aros och kommer sannolikt att arbeta primärt med dessa projekt. Utöver stam- och preferensaktierna har ALM Equity konvertibler som vid konvertering ökar ALM Equitys ägarandel till 30%. ALM Equity kommer senare att frånträda ytterligare projekt till Aros mot konvertibler som vid konvertering ger en ägarandel om 35%.

Motiverat värde om 564 kr per aktie i linje med rapporterat NAV/aktie

Vi gör en NAV-baserad SOTP-värdering av intressebolagen och koncerngemensamma tillgångar separat som vi för samman till 564kr per aktie i ALM Equity. Klöverns betydande nedskrivning under fjärde kvartalet innebär sannolikt att en stor del av nedskrivningsbehovet i intressebolaget är taget för något kvartal framåt. Bull- till Bear-intervallet baseras på att förvaltningsportföljerna till Nyttobostäder produceras på direktavkastningskrav mellan 3,5 och 4,5%, samt att de kvarvarande utvecklingsfastigheterna enligt en känslighetsanalys minskar/ökar i värde med -15%/+5%.

Nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	1 759	2 096	6 902	3 328	3 088	4 722
EBITDA	231	3 321	1 486	435	327	1 018
Just. EBITA	231	160	1 486	435	327	1 018
Just. EBIT	231	148	-712	435	327	1 018
Just EBT	233	296	-658	200	139	1 321
Vinst per aktie (kr)	10,5	312,4	-78,6	14,0	6,9	92,6
Just. Vinst per aktie (kr)	10,5	15,0	-78,6	14,0	6,9	92,6
Tillväxt, nettoomsättning	5%	19%	229%	-52%	-7%	53%
Tillväxt, just. VPA	-46%	2886%	-125%	-118%	-51%	1244%
Just. EBITDA-Marginal	13%	8%	22%	13%	11%	22%
Avkastning totalt kapital	2,0%	25,8%	-6,2%	1,1%	0,5%	6,4%
Avkastning EK	6,0%	47,8%	-10,0%	2,8%	1,2%	13,8%
EV/Sales	10,2	4,7	1,4	2,9	3,1	2,0
EV/Just. EBITDA	77	62	6	22	29	9
P/E	48,9	1,6	-6,5	36,7	74,7	5,6
Utdelning/stamaktie (kr)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF yield	-72,1	-97,5	-71,7	28,8	-47,7	68,6
Nettoskuld/EBITDA	18,4x	19,5x	2,2x	6,6x	11,0x	2,6x
Rörelsekapital/Tillgångar	42%	67%	44%	44%	43%	43%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment Case

ALM Equity grundades 2006 som en bostadsutvecklare. Sedan dess har koncernen profilerat sig som ett investmentbolag fokuserat på bostadsutvecklande fastighetsbolag i hela värdekedjan. Med bolag inom de fyra affärsområdena; Fastighetsutveckling, förvaltning, entreprenad, och digitala tjänster, kontrollerar innehavsbolagen Fastighetsutvecklingens samtliga skeden, och slutligen förvaltning.

- **Strukturellt stark efterfrågan på bostäder i Stockholms län.** Bostadsbrist råder i en övervägande del av Sverige och i synnerhet i Stockholmsområdet. Detta är pådrivet av en kraftig befolkningstillväxt med en hög inflyttningstakt. I ett decennium har befolkningen ökat med cirka 30 000 personer per år, medan nybyggnation bara tillgodosett ungefär hälften av inflyttningstakten.
- **Aggregerad storportfölj i Stockholmsområdet.** ALM Equity driver upp sin bolagsportfölj utifrån att arbeta upp en byggrättsportfölj. Sett till storleken på byggrättsportföljen är ALM Equity bland de ledande bostadsutvecklarna i Stockholmsområdet. Innan koncernens senaste apportemissioner i Klöver och Aros Bostad uppgick koncernens portfölj till ca 18 000 byggrätter. Nu äger ALM Equity en större del av den totala portföljen indirekt då 11 000 byggrätter kommer färdigställas inom Klöver och cirka 1 500 byggrätter kommer att färdigställas inom Aros Bostad.
- **Substansrabatt om ca 8% med goda tillväxtförutsättningar för innehavsbolagen på sikt.** 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, har aktier i sektorn handlats ned och ALM Equity är inget undantag. Innehavsbolagen i koncernen utvecklas till att ha oberoende affärsmodeller med egna strategier och oberoende finansieringsmodeller. Det ger upphov till goda förutsättningar att värdegenerera under en överskådlig framtid.

Styrkor

- Väl positionerade med produktion orienterat mot hyresfastigheter
- Stark finansiell ställning med låg risk för kapitalresningsbehov
- Starkt varumärkeserkännande med konceptualiserad bostadsproduktion

Svagheter

- Lägre grad av transparens i total byggrättsportfölj än sektorkollegor
- Ledningskoncentrerad ägarbas kan begränsa det institutionella ägarintresset
- 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 bolagets obligationer på kreditmarknaden
- Ökande avkastningskrav på fastigheter kan leda till värdenedskrivningar

Kv4-Utfall mot prognoser

Intäkter från Fastighetsutvecklings- och entreprenadverksamheterna kom in under förväntan, 1 176 MSEK mot våra prognoser om 1 751 MSEK. Den stora avvikelserna är som tidigare nämnt de stora nedskrivningarna i intressebolagen vilket påverkat resultatet kraftigt. Nedskrivningen i Svenska Nyttobostäder motsvarade 811 MSEK och en nedskrivning av Klöveren innebär en negativ resultateffekt om 685 MSEK för koncernen. Trots ett fortsatt besvärligt marknadsläge för insatsvaror har de rapporterade bostadsutvecklarna lyckats bevara bruttomarginalerna på någorlunda nivåer. Bruttomarginalen för Fastighetsutvecklings- och entreprenadverksamheterna kom in bara strax under våra förväntningar och landade på 13,5% mot vår på 15%. Rörelseresultatet landade på minus 1 422 MSEK mot våra estimat om 244 MSEK.

Utfall mot estimat, kv4 2022

MSEK	Kv4/21	Kv3/22	Kv4/22		Consensus	Avvikelse %	YoY
			Utfall	CSQ EQR			
Nettoomsättning	556	393	1 176	1 751	-	-33%	112%
COGS	-559	-303	-1 019	-1 488	-	32%	82%
Bruttoresultat	-3	90	157	263	-	-91%	-5333%
SG&A + övriga rörelseposter	-52	-23	-54	-23	-	-135%	4%
Resultat från intressebolag + avyttringar	3 335	-776	-1 524	4	-	-36040%	-146%
EBITDA	3 281	-6	73	253	-	-71%	-98%
EBIT	3 281	-709	-1 422	244	-	-683%	-143%
Finansnetto	-62	-49	-56	-38	-	-49%	-10%
Orealiserade värdeförändringar	-4	0	-3	0	-	nm	-25%
EBT	3 215	-758	-1 481	206	-	-818%	-146%
Skatt	-8	-3	60	-10	-	682%	-850%
Periodens resultat	3 207	-761,0	-1 421	196	-	-825%	-144%
EPS		-76	-134,76	13,83	-	nm	
					-		
Andelar i intressebolag	3 328	6 916	6 295	7 040	-	-11%	89%
Utvecklingsfastigheter + övriga	6 214	4 606	3 417	4 704	-	-27%	-45%
Kassa	1 954	1 346	1 073	1 284	-	-16%	-45%
Rapporterat EK	7 154	7 160	5 756	7 478	-	-23%	-20%
Räntebärande lån	5 008	4 813	4 258	4 774	-	-11%	-15%
Nettoskuld	3 054	3 467	3 185	3 490	-	-9%	4%
Soliditet	54%	53%	50%	53%	-	-6%	-8%
Nettoskuld/EBITDA	0,9	-577,8	43,6	13,8	-	217%	4587%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Prognoser

Våra tidigare prognoser för den operationella verksamheten i ALM Equity hänfördes till stor del av Fastighetsutvecklingens leveranser till Svenska Nyttobostäder. Vi noterar att de senaste strukturella affärerna med Aros och Klöver innebär att entreprenadprojekten för 2xA kommer att synliggöras i ALM Equity-koncernen, och uppdaterar våra estimat därefter. Vi inkluderar inte orealiserade värdeförändringar i fastigheter och finansiella tillgångar eller uttalade projekt i våra estimat.

Prognosförändringar, 2023

MSEK	2023 Tidigare				2023 Nya				2023 Avvikelser.%			
	Kv1	Kv2	Kv3	Kv4	Kv1	Kv2	Kv3	Kv4	Kv1	Kv2	Kv3	Kv4
Nettoomsättning	120	125	336	832	675	610	1 152	892	462%	388%	243%	7%
COGS	-102	-102	-286	-707	-651	-541	-806	-816	-538%	-431%	-182%	-15%
Bruttoresultat	18	23	50	125	24	69	346	76	33%	199%	586%	-39%
SG&A + övriga rörelseposter	-12	-12	-12	-29	-12	-12	-40	-31	0%	0%	-243%	-7%
Resultat från intressebolag + avyttringar	4	4	4	5	4	4	4	4	-10%	-10%	-11%	-12%
EBITDA	10	10	43	101	16	60	310	49	54%	497%	618%	-51%
EBIT	10	10	43	101	16	60	310	49	54%	497%	618%	-51%
Finansnetto	-39	-39	-39	-39	-60	-61	-58	-56	-55%	-55%	-48%	-41%
Orealiserade värdeförändringar	0	0	0	0	0	0	0	0	nm	nm	nm	nm
EBT	-28	-29	4	61	-44	0	251	-7	-55%	99%	6416%	-111%
Skatt	0	0	0	-3	0	0	-13	0	nm	nm	nm	nm
Periodens resultat	-28	-29	4	58	-44	0	239	-7	-55%	99%	6416%	-111%
EPS	-2	-2	0	4	-3	0	18	0	-66%	99%	6850%	-112%
Andelar i intressebolag	7 040	7 040	7 132	7 501	6 359	6 359	6 551	7 211	-10%	-10%	-8%	-4%
Utvecklingsfastigheter + övriga	4 917	5 233	5 349	4 872	3 612	3 925	4 042	3 562	-27%	-25%	-24%	-27%
Kassa	1 223	1 029	933	1 308	1 317	1 149	1 289	1 598	8%	12%	38%	22%
EK	7 420	7 380	7 464	7 873	5 746	5 734	6 154	6 790	-23%	-22%	-18%	-14%
Räntebärande lån	4 894	4 969	4 985	4 995	4 339	4 414	4 430	4 440	-11%	-11%	-11%	-11%
Nettoskuld	3 671	3 941	4 051	3 687	3 023	3 265	3 141	2 843	-18%	-17%	-22%	-23%
Equity Ratio	52%	51%	51%	53%	47%	46%	48%	51%	-9%	-9%	-6%	-4%
Nettoskuld/EBITDA	362	389	94	37	194	54	10	58	-47%	-86%	-89%	58%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Ägandebolag och Värdering

Med en SOTP-ansats värderar vi ALM Equity-koncernen till 564kr (660) per aktie, motsvarande ett marknadsvärde om ca 6 mdkr efter avdrag för preferensaktiekapitalet.

Värderingskommentarer

ALM Equity värderar sina intressebolag enligt kapitalandelsmetoden. Det innebär att ALM Equitys ägarandel i bolagen initialt redovisas till anskaffningsvärdet och därefter justeras för utvecklingen bolagens nettovärden. Fastighetstillgångarna i ALM Equity och i Klöver värderas av externa parter.

- Andelsvärdet för börsnoterade Nyttobostäder redovisas enligt senast kända marknadspris för aktien. Vi gör en egen värdering av bolaget baserat på det förväntade driftnettot om 590 MSEK 2025 och en genomsnittlig direktavkastning om 4%.
- Vi använder det andelsvärdet för Klöver som redovisas enligt senast bokförda substansvärde (NAV).
- Aros redovisades för kv4 2022 till anskaffningsvärdet, medan de ägda konvertiblerna värderas enligt senast marknadspris.
- Vi gör en känslighetsanalys för ALM Equitys kvarstående fastighetstillgångar för att reflektera osäkerheter för kommande nedskrivningsbehov.

SOTP-Värdering, NAV-baserad

MSEK	Rapporterad NAV	Rapporterad ALMs Andel	CSQ EQR NAV	Base ALMs Andel	Bear ALMs Andel	Bull ALMs Andel
Förvaltning						
Klövern (46%)	7 900	3 100	7 900	3 100	3 100	3 100
Svenska Nyttobostäder (37,5%)	3 400	1 400	5 061	2 226	2 015	2 497
ALM Equity	92	92	92	92	92	92
Projektutveckling						
Aros Bostad (23%)	2 550	637	2 550	637	637	637
ALM Småa	300	300	300	300	300	300
Entreprenad						
2XA Entreprenad (80%)	500	500	500	500	500	500
Konvertibler (Aros Bostad)	223	223	218	218	218	218
Summa NAV, innehav	14 965	6 247	16 621	7 073	6 862	7 344
Utvecklingsfastigheter + övriga				4 057	3 532	4 193
Nettoskuld Kv4				-3 785	-3 785	-3 785
Preferensaktier				-1 300	-1 300	-1 300
Marknadsvärde				6 045	5 309	6 453
Utgående aktier, ALM Equity (m)				10,71	10,71	10,71
Värde/Aktie				564	495	602

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Känslighetsanalys, Utvecklingsfastigheter

IB Kv1/22	Investeringar + kostn. (+)	Avyttringar (-)	Värdoförändringar (+/-)	UB Kv4/22
6 777	2 068	-5 180	-356	3 309
Chg (%)	31%	-76%	-5%	-51%
	-	-	-15,0%	2 813
	-	-	-12,5%	2 895
	-	-	-10,0%	2 978
	-	-	-7,5%	3 061
	-	-	-5,0%	3 144
	-	-	-2,5%	3 226
	-	-	0,0%	3 309
	-	-	2,5%	3 392
	-	-	5,0%	3 474

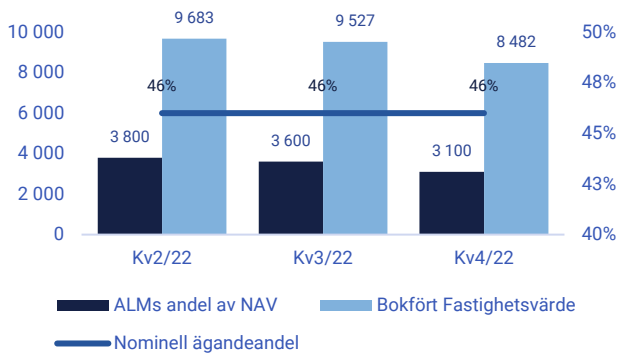
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fastighetsförvaltning

Klövern

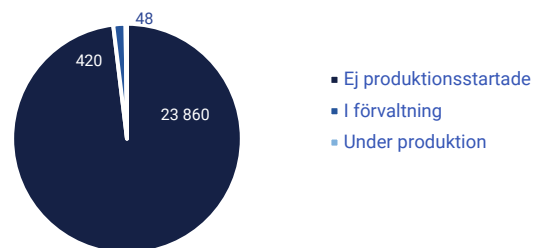
Klövern är ett nybildat JV-bolag som ALM Equity tillsammans med Corem bildade under första kvartalet 2021. Bolaget är ett förvaltningsbolag som utvecklar, äger, och förvaltar hyresbostäder i Stockholm. Vid JV-bildandet tillförde ALM Equity ca 11 000 byggrätter och ett kapitaltillskott på 345 MSEK mot en andel om initialt 49% av bolaget. Under kv2 2022 spädades ALM Equitys andel ut till 46% efter att Klövern kompletterade sin byggrättsportfölj genom att apportera in 376 färdigställda fastigheter i bolaget. Till följd av ränteutvecklingen har Klövern skrivit ned sina fastighetsvärden året om minus 1 721 MSEK varav den största nedskrivningen skedde under kv4 2022 om minus 1 483 MSEK.

Värdeutveckling och ägandeandel, MSEK



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Fastighetsportfölj, baserat på enheter

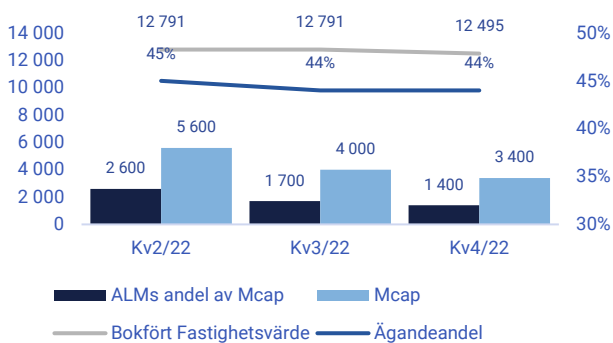


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Svenska Nyttobostäder

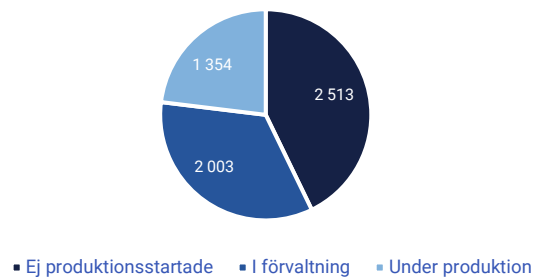
Svenska Nyttobostäder är ett noterat förvaltningsbolag som äger och förvaltar nyproducerade bostadsfastigheter i kommunikationsnära lägen i Stockholmsområdet. Hyresgästerna kan vara företag, myndigheter och privatpersoner men den nuvarande förvaltningsportföljen består till en övervägande majoritet av nyproducerade bostäder som utvecklas av ALM Equity. Under kv4 2022 har Nyttobostäder tillträtt 181 enheter i Nacka. Till följd av finansmarknadens utveckling har ALM Equity tillsammans med andra huvudägare föreslagit att omvandla finansieringsmodellen i Nyttobostäder och villkoren för kommande leveranser. Förslaget innebär att befintliga preferensaktier omvandlas till stamaktier vilket minskar ALM Equitys ägarandel i Svenska Nyttobostäder från 43,5% till 37,5%. Villkoret innebär också att produktionsrisk skjuts över till köparen.

Värdeutveckling och ägandeandel, MSEK



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Fastighetsportfölj, baserat på enheter



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Substansvärdering (NAV), (MSEK)

Svenska Nyttobostäder	
NOI, 2025	590
Yield	4,00%
Implicit fastighetsvärde 2025	14 750
Net LTV, (LTV=60%)	55%
Skulder	-8 113
NAV, 2025	6 638
Antal år	3
Diskonteringsränta	10%
PV, NAV	5 061
Preferensaktier	-874,5
ALM's ägarandel (37%)	2 226

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Känslighetsanalys, NAV (MSEK)

Diskonteringsränta	Genomsnittlig Yield				
	3,50%	3,75%	4,00%	4,25%	5,50%
8,5%	2 584	2 433	2 302	2 186	1 763
9,0%	2 554	2 406	2 276	2 161	1 745
9,5%	2 525	2 379	2 251	2 138	1 726
10,0%	2 497	2 352	2 226	2 114	1 708
10,5%	2 469	2 326	2 201	2 091	1 690
11,0%	2 442	2 301	2 177	2 069	1 673
11,5%	2 415	2 276	2 154	2 046	1 656

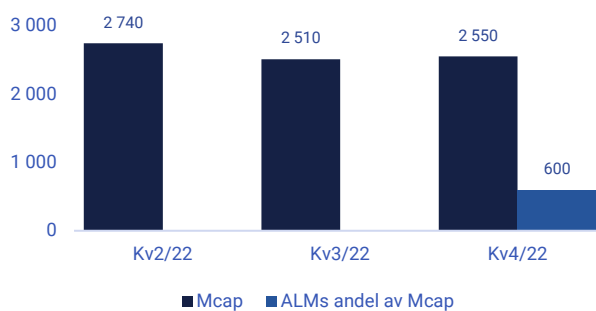
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Fastighetsutveckling

Aros Bostadsutveckling

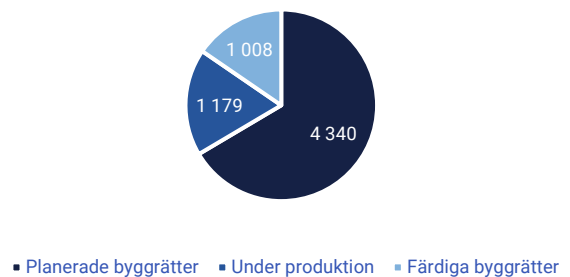
Aros Bostad är ett noterat bostadsutvecklingsbolag som erbjuder högkvalitativa bostäder i kommunikationsnära områden i Storstockholm, Uppsala och Mälardalen. Under kv4 2022 apporterade ALM Equity in en byggrättsportfölj värd 1 465 MSEK, innehållande 23 projekt, ca 1 500 byggrätter, för 35% ägarandel i Aros. I samband med apporteringen har tio medarbetare från ALM Equitys fastighetsutvecklingsverksamhet övergått till Aros och kommer sannolikt att jobba med de 23 projekten. ALM äger nu 23% av Aros, bestående av ca 9,94m stamaktier, ca 2,95m preferensaktier och ca 5,46m konvertibler som kan konverteras. I ett andra skede kommer ALM Equity erhålla ytterligare ca 4,79m konvertibler och vid konvertering nå en ägarandel om 35% i Aros Bostad.

Värdeutveckling och ägandeandel, MSEK



Källa: Bolagsinformation, S&P Capital, CSQ EQR

Projektportfölj, baserat på enheter



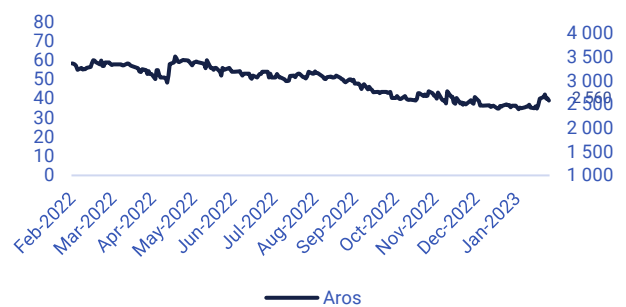
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Aktieutveckling (SEK) och marknadsvärde (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Aktieutveckling (SEK) och marknadsvärde (MSEK)

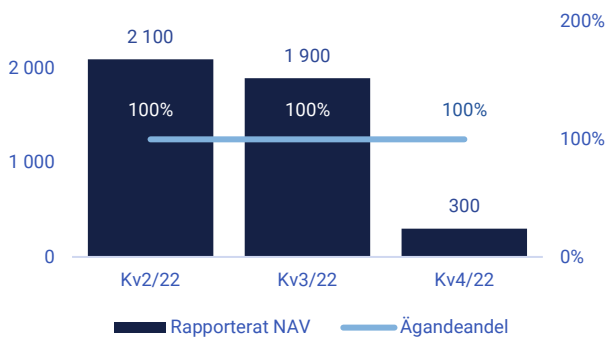


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

ALM Småa Bostad

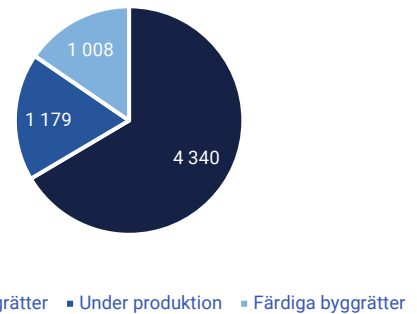
ALM Småa Bostad är ett bolag med fokus på större stadsutvecklingsprojekt som genom fyra helägda varumärkena, ALM Bostad, SMÅA, Järntorget, och ABACUS, utvecklar bostäder i kommunikationsnära lägen. Under 2022 har verksamheten i ALM Equity minskat i storlek till följd av den strukturella förändringen i koncernen där övergången till ett ägandefokuserande bostadskoncern har skjutit över aktiviteten till intressebolagen. Vid JV-bildandet av Klövern och apportemissionen i Aros har sammanlagt 30 medarbetare inom Fastighetsutveckling övergått till intressebolagen för att jobba med projektportföljerna, varav tio medarbetare till Aros, och 20 medarbetare till Klövern.

Rapporterat NAV och ägandeandel, MSEK



Källa: Bolagsinformation, S&P Capital, CSQ EQR

Projektportfölj, baserat på enheter



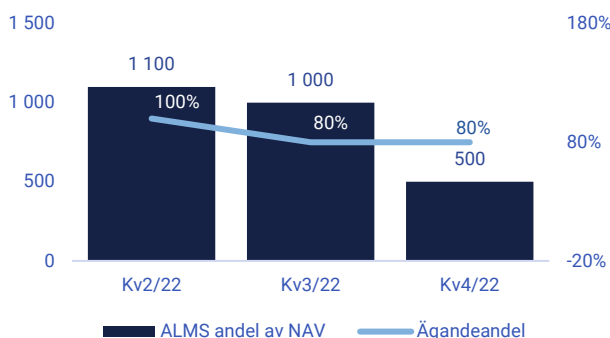
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare. Notering: 942 enheter avses till Aros

Entreprenad

2xA Entreprenad

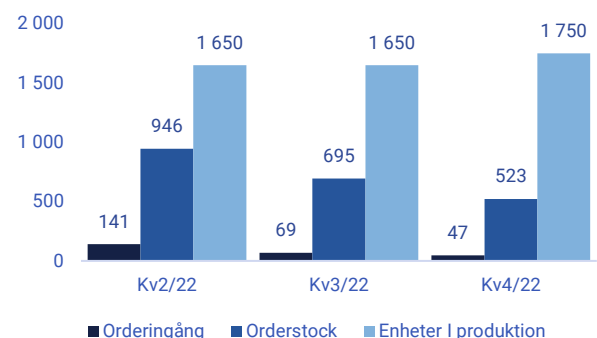
2xA erbjuder totalentreprenad för ny, till- och ombyggnationer av fastigheter. Historiskt har entreprenadbolaget kontrakterats till 100% internt av ALM Equitys fastighetsutvecklingsverksamhet. Dock med de strukturella förändringarna som skett i koncernen, där byggrättsportföljerna i Aros och Klövern kommer att utvecklas i respektive bolag, kommer kundbasen för 2xA övergå till att i huvudsak bestå av externa kunder.

Rapporterat NAV och ägandeandel, MSEK



Källa: Bolagsinformation, S&P Capital, CSQ EQR

Projektportfölj, baserat på enheter



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare. Notering: 942 enheter avses till Aros

Risker och utmaningar

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.

Beroende av nyckelpersoner

ALM Equity är i stor utsträckning intimt förknippat med sin grundare, Joakim Alm, och dennes entreprenörskap. Han har expanderat företaget från ursprungligen några få mindre bostadsrättsprojekt 2006 till en stor koncern med tusentals direkt eller indirekt ägda byggrätter via 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 detsamma. 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 har de börjat 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 mer osäkert. Bolagets projekt återfinns i Stockholms län där priset för och värdet på byggrätter är högst i Sverige. Detta ökar verksamhetens kapitalbehov.

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (MSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	2 314	1 681	1 759	2 096	6 902	3 328	3 088	4 722
Övriga intäkter	0	0	0	3 161	0	0	0	0
COGS	-2 062	-1 394	-1 438	-1 934	-5 175	-2 813	-2 681	-3 086
Bruttoresultat	252	287	321	3 323	1 727	515	406	1 636
SG&A	-145	-143	-118	-168	-121	-96	-107	-165
Övriga rörelseposter	0	0	29	-14	-14	0	0	0
Resultat från intressebolag	-1	-5	-1	174	-2 304	16	27	37
EBITDA	106	139	231	3 321	1 486	435	327	1 018
EBIT	106	139	231	3 315	-712	435	327	1 508
Finansnetto	-93	-125	-135	-219	-203	-234	-188	-187
Orealiserade värdeförändringar	3	418	137	361	257	0	0	0
EBT	16	432	233	3 457	-658	200	139	1 321
Skatt	-11	2	-4	-34	83	-13	-46	-80
Nettoresultat	5	434	229	3 423	-575	188	92	1 241
Moderbolagets aktieägare	16	278	194	3 386	-717	150	74	992
Innehav utan bestämmande inflytande	-11	156	35	37	141	38	18	248
EPS	0	20	11	312	-79	14	7	93

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Tillväxt								
Nettoomsättning	-31%	-27%	5%	19%	229%	-52%	-7%	53%
Bruttoresultat, Just	-57%	14%	12%	-50%	47%	-70%	-21%	303%
EBITDA, Just	-79%	31%	66%	-31%	829%	-71%	-25%	212%
EBITA, Just	-79%	31%	66%	-36%	-581%	-161%	-25%	212%
EBIT, Just	-79%	31%	66%	-36%	-581%	-161%	-25%	212%
EBT, Just	-96%	2600%	-46%	27%	-322%	-130%	-31%	853%
Nettovinst	-99%	8580%	-47%	14%	-319%	-133%	-51%	713%
EPS	0%	0%	-46%	2886%	-125%	-118%	-51%	1244%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Marginaler								
Bruttomarginal, Just	11%	17%	18%	8%	25%	15%	13%	35%
EBITDA, Just	5%	8%	13%	8%	22%	13%	11%	22%
EBITA, Just	5%	8%	13%	7%	-10%	13%	11%	22%
EBIT, Just	5%	8%	13%	7%	-10%	13%	11%	22%
EBT, Just	1%	26%	13%	14%	-10%	6%	4%	28%
Nettomarginal	0%	26%	13%	13%	-8%	6%	3%	16%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nyckeltal								
ROE (Hänfört till moderbolaget)	1,2%	12,7%	8,3%	57,0%	-20,5%	4,1%	2,0%	22,5%
ROE	0,2%	13,1%	6,0%	47,8%	-10,0%	2,8%	1,2%	13,8%
ROA	0,2%	3,3%	2,0%	25,8%	-6,2%	1,1%	0,5%	6,4%
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,0	1,1	1,7	0,7	-3,4	1,8	1,7	7,7
Genomsnittlig ränta	2,6%	3,5%	2,9%	4,5%	5,0%	5,5%	4,5%	4,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

MSEK	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Imateriella tillgångar	0	0	15	18	19	19	19	19
Övriga materiella tillgångar	10	197	191	77	35	35	35	35
Andelar i intressebolag	19	10	1	3 328	6 295	7 211	7 946	8 657
Fastighetstillgångar	1 212	3 152	5 302	899	137	137	137	137
Summa Anläggningstillgångar	1 241	3 359	5 509	4 322	6 486	7 402	8 137	8 848
Pågående bostadsprojekt och fastighetstillgångar	4 939	3 870	2 422	6 214	3 417	3 562	4 558	4 034
Övriga omsättningstillgångar + fordringar	402	574	812	642	542	633	858	560
Likvida medel	390	699	722	1 954	1 073	1 598	814	2 106
Summa Omsättningstillgångar	5 731	5 143	3 956	8 810	5 032	5 792	6 230	6 701
TILLGÅNGAR	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	13 194	14 367	15 549
EGET KAPITAL & SKULDER								
Summa Eget kapital	2 138	3 310	3 790	7 154	5 756	6 790	7 577	9 019
Långfristiga räntebärande skulder	1 076	1 864	2 920	2 653	2 605	2 605	2 605	2 605
Övriga icke räntebärande skulder	214	389	362	357	121	121	121	121
Summa långfristiga skulder	1 290	2 253	3 282	3 010	2 726	2 726	2 726	2 726
Kortfristiga räntebärande skulder	2 903	2 362	1 878	2 355	2 253	2 435	2 375	2 704
Övriga icke räntebärande skulder	641	577	515	613	783	1 243	1 689	1 100
Summa kortfristiga skulder	3 544	2 939	2 393	2 968	3 036	3 678	4 064	3 804
EGET KAPITAL & TILLGÅNGAR	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	13 194	14 367	15 549
Nyckeltal								
Equity Ratio	50%	39%	40%	54%	50%	51%	53%	58%
Skulder/Eget kapital (ggt)	1,0	1,6	1,5	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7
Totala skulder	2099	3926	4973	5073	4286	4468	4408	4737
Skulder/Tillgångar	50%	61%	60%	46%	50%	49%	47%	42%
Nettoskuld	-1 530	-3 227	-4 251	-3 119	-3 213	-2 871	-3 594	-2 630
Nettoskuld/ Tillgångar	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2
Nettobelåningsgrad (Net LTV)	40%	53%	52%	31%	41%	36%	42%	28%
ICR (ggr)	6,3	2,2	0,2	50,3	-24,2	-0,1	20,2	24,4
Nettoskuld/ EBITDA (ggr)	3,0	21,2	84,2	23,8	-2,3	49,0	3,7	2,1
Rörelsekapital	5 038	5 143	3 956	4 932	5 028	5 788	6 226	6 697
Rörelsekapital/Tillgångar	94%	60%	42%	38%	44%	44%	43%	43%
NAV, CSQEQR	2 504	3 143	3 620	6 888	5 681	6 715	7 502	8 944
NAV/aktie, CSQEQR	247	310	355	648	530	627	700	835

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflödesanalys (MSEK)

MSEK	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EBIT	106	139	231	3 315	-712	435	327	1 018
Ej kassaflödespåverkande poster	18	39	34	-3 262	647	0	0	0
Övriga kassaflödesposter	-94	-193	-143	-268	-219	-247	-234	-268
KF. Verksamheten före förändringar i rörelsekapital	30	-15	122	-215	-284	188	92	751
Delta Rörelsekapital	-110	727	-180	1 047	-103	425	-455	632
KF. Operationella verksamheten	-80	712	-58	832	-387	612	-363	1 383
Investeringar i Anläggningstillgångar	65	287	-23	-4	-234	0	0	0
Investeringar i projekt	-451	-1 778	-680	-1 475	-61	-200	-320	-400
Övriga investeringsposter	0	0	0	-740	-346	0	0	0
KF. Investeringsverksamheten	-386	-1 491	-703	-2 219	-641	-200	-320	-400
Upptagning av obligationer och bankkulder	1 354	1 917	2 565	2 969	1 176	1 245	365	1 725
Amortering av obligationer och bankkulder	-975	-1 670	-2 015	-841	-884	-1 063	-426	-1 396
Nyemissioner	-24	1 036	835	617	57	50	80	100
Utdelningar	-108	-195	-601	-126	-202	-120	-120	-120
KF. Finansieringsverksamheten	247	1 088	784	2 619	147	112	-101	309
Periodens Kassaflöde	-219	309	23	1 232	-881	525	-784	1 292
Kassa, BoP	609	390	699	722	1 954	1 073	1 598	814
Kassa, EoP	390	699	722	1 954	1 073	1 598	814	2 106

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.