

Uppdatering: Kv1 2023

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

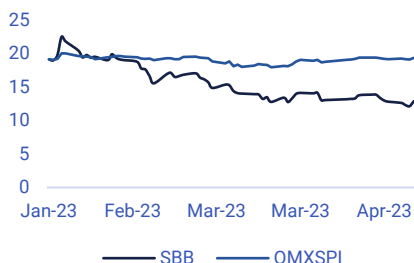
VD: Ilija Batljan
 SO: Lennart Schuss
www.sbbnorden.se

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktiekurs, senast: 12,02 kronor
 Marknadsvärde: 17 479 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
 Reuters Eikon: SBBB.ST

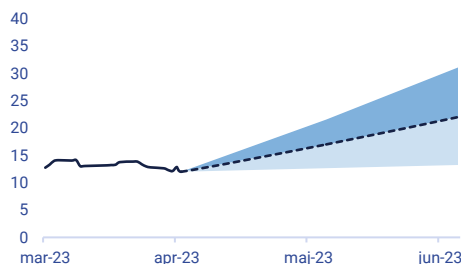
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	-55,9	-30,9	5,9	-5,9

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	13	22	31
Upp-/nedsida	11%	83%	159%

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Högre hyresintäkter, men lägre resultat

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden ("SBB") nådde 2 procent högre hyresintäkter i kv1 2023 än väntat. Bolaget har också fortsatt ett bra arbitrage på direktavkastning minus räntekostnad om ca 1,7 procent. Men förvaltningsresultatet före extraordinära poster blev ca 11 procent lägre än väntat i kv1 2023. Vi kommer fram till en ny rikt Kurs för SBB:s stamaktie på 22 kronor (tidigare 25 kronor). Denna rikt Kurs är beräknad med en modell som till 60 procent bygger på jämförande data från andra fastighetsbolag och till 40 procent på en kassaflödesvärdering av SBB-aktien.

Ledande aktör inom samhällsfastigheter

SBB har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 135 miljarder kronor per 31 mars 2023. 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 mars 2023 fördelade sig på 73 procent i Sverige och 27 procent i övriga Norden.

Högre hyresintäkter än väntat, i övrigt lägre resultat än vår prognos

SBB redovisade 2 procent högre hyresintäkter i kv1 2023 än vi hade väntat oss. I övrigt var resultatet sämre än våra prognoser. Förvaltningsresultatet före extraordinära poster (driftnetto minus administrationskostnader plus finansnettot) blev 541 miljoner kronor i kv1 2023. Det understeg vår prognos på 609 miljoner kronor med ca 11 procent.

Värdenedskrivningen av SBB:s fastighetsbestånd blev ca minus 2,3 miljarder kronor, där vi hade väntat oss minus 1,0 miljard kronor. En nedskrivning med 2,3 miljarder kronor motsvarar 1,7 procent av SBB-koncernens bokförda fastighetsvärde per 31 december 2022. Det är i linje med genomsnittet av de 19 börsnoterade fastighetsbolag som hittills har redovisat sina resultat för kv1 2023.

Under kv1 2023 fick SBB en köpeskilling om 8,7 miljarder kronor som likvid från försäljningen av 49 procent av aktierna i Educo (bestående av SBB:s utbildningsfastigheter i de nordiska länderna). Det återstår för Brookfield (köparen) att erlagga 0,5 miljarder kronor till SBB innan transaktionen är avslutad. SBB-koncernens kassa ökade från ca 4,4 miljarder kronor per 31 december 2022 till ca 5,3 miljarder kronor per 31 mars 2023. Beslutet att genomföra en nyemission på ca 2,6 miljarder kronor i SBB:s D-aktier får därför ses som ett sätt att stärka balansräkningen ytterligare för att försvara och eventuellt förbättra nuvarande kreditbetyg. Skillnaden i kreditbetyg stavas högre eller lägre räntenivåer, vilket slår igenom kraftigt på fastighetsbolagens resultat.

SBB:s genomsnittliga ränta ökade från 2,12 procent per 31 december 2022 till 2,29 procent per 31 mars 2023. Bolaget har nu ett arbitrage på sina fastigheter beräknat som direktavkastning på fastigheterna minus räntekostnad på lånen på ca 1,7 procent.

Nytt motiverat värde på 22 kronor per stamaktie

Efter att ha uppdaterat våra prognoser på SBB samt stämt av kv1 2023-rapporterna från de 18 börsnoterade fastighetsbolag som hittills har rapporterat samt använt kv4 2022-siffrorna för övriga 20 fastighetsbolag landar vår rikt Kurs för SBB:s stamaktie på 22 kronor. Det är lägre än de 25 kronor per stamaktie som vi angav i vår preview inför denna kv1-rapport den 17 april 2023. 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 13 kronor/aktie i Bear-scenariot till 31 kronor/aktie i Bull-scenariot.

Nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Hyresintäkter	5 930	7 447	6 872	7 043	7 320
Driftnetto	4 047	4 881	4 917	5 032	5 224
Resultat efter finansnetto	29 294	-10 548	-1 461	4 782	5 323
Resultat per stam-aktie (SEK)	17,12	-7,26	-3,54	1,55	1,84
P/E	3,9x	-2,4x	-4,7x	10,9x	9,1x
EK/aktie (exkl. hybrid) (SEK)	42,5	30,9	27,7	28,2	29,0
P/EK	1,56x	0,56x	0,60x	0,59x	0,58x
Utdelning SEK/stam-aktie	1,32	1,32	1,44	1,44	1,44

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

SBB redovisade hyresintäkter som var ca 2 procent högre än vår prognos. Däremot blev förvaltningsresultatet exklusive valutakursdifferenser och kostnader för förtidsinlösen av lån ca 11 procent lägre än våra estimat. Den främsta förklaringen till avvikelserna är att bolagets räntekostnader har stigit snabbare än våra bedömningar. SBB avser att genomföra en nyemission av D-aktier under kv2 2023 som väntas stärka kassan med ca 2,63 miljarder kronor och höja utsikterna till ett förbättrat kreditbetyg.

Minskade fastighetsvärden i nivå med börsnoterade sektorn

Hyresintäkterna i kv1 2023 blev 1 725 miljoner kronor, vilket översteg vår prognos med 2 procent och är en av de mer positiva avvikelserna i denna rapport.

Vi beräknar förvaltningsresultatet före extraordinära poster (driftnetto minus administrationskostnader plus finansnettot) till 541 miljoner kronor för kv1 2023. Det kan jämföras med vår prognos för det ordinarie förvaltningsresultatet på 609 miljoner kronor, vilket motsvarar en prognosmiss med ca 11 procent.

Värdeförändringar på SBB:s fastigheter på minus 2 332 miljoner kronor var lägre än vår prognos på minus 1 000 miljoner kronor. I förhållande till bokfört värde per 31 december 2022 motsvarar det en värdenedskrivning på 1,7 procent, vilket är i nivå med det vägda genomsnittet för de 18 av totalt 39 börsnoterade fastighetsbolag som vi sammanställer nyckeltal för och som hittills har redovisat sina kv1 2023-resultat. Nedbrutet på SBB:s fastighetskategorier så var värdenedgången väsentligt större på bostäderna (minus 3,4 procent) jämfört med samhällsfastigheterna (minus 0,9 procent).

Det långsiktiga substansvärdet EPRA NRV blev 26,62 kronor per stam-aktie per 31 mars 2023. Det kan jämföras med 31,34 kronor i EPRA NRV per stam-aktie per 31 december 2022. I Carlsquares substansvärdering kommer vi i stället fram till 20,56 kronor 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 procent av uppskjuten skatt netto efter avdrag för goodwill hänförlig till den uppskjutna skatten. Vi återlägger inte heller över- eller undervärden av räntederivat i våra substansberäkningar.

Koncernens intjäningsförmåga på 1,78 kronor per stam-aktie per 31 mars 2023 är lägre än av bolaget senast kommunicerade intjäningsförmåga om 2,02 kronor per stam-aktie. Den lägre intjäningsförmågan kan i huvudsak förklaras med högre räntekostnader. Den genomsnittliga räntenivån på SBB:s lån steg från 2,12 procent per 31 december 2022 till 2,29 procent den 31 mars 2023.

SBB avser att genomföra en företrädesemission på 2,63 miljarder kronor i D-aktier under andra kvartalet 2023. Det visar på behovet av att stärka koncernens soliditet samt kreditbetyg hos ratinginstituten. En stärkt balansräkning ger också SBB möjlighet att genomföra de ny- och ombyggnadsprojekt som fortfarande är lönsamma. Likvida medel i SBB-koncernen uppgick till 5,3 miljarder kronor per 31 mars 2023.

På den efterföljande telefonkonferensen upprepade ledningen sitt mål att sälja fastigheter för ytterligare 6 miljarder kronor under 2023, varav några mindre transaktioner redan har genomförts. Syftet med fastighetsförsäljningarna är precis som företrädesemissionen att sänka koncernens belåningsgrad.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) äger en fastighetsportfölj värd ca 135 miljarder kronor per 31 mars 2023. 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.

Nyheter under första kvartalet samt 1–28 april 2023:

Den 30 november 2022 annonserade SBB försäljningen av 49 procent av Educo-portföljen (utbildningsfastigheter) med 44,9 miljarder kronor i fastighetsvärde (+/- 1,2 miljard kronor i Earn-Out) med kanadensiska Brookfield som köpare. Transaktionen gav en köpeskilling om 9,2 miljarder kronor till SBB. Därav erhöll SBB 6,6 miljarder kronor den 18 januari 2023, ytterligare 2,1 miljarder kronor i mars så att 0,5 miljarder kronor återstår att betala för Brookfield.

SBB överväger att låta notera Sveafastigheter. Innehavet motsvarar ca 8 miljarder kronor av SBB:s substans eller 5,50 kronor per stam-aktie i SBB. Om Sveafastigheter noteras avser SBB att sälja 70 procent av sitt aktieinnehav. Då skulle SBB frigöra kapital och renodla verksamheten ytterligare mot samhällsfastigheter. Något nytt i denna fråga framkom dock inte i SBB-koncernens kv1 2023-rapport.

I mars 2023 slutförde SBB refinansiering av 8,4 miljarder kronor i lån och löste ny finansiering motsvarande lån för 3,2 miljarder kronor. Under april har SBB tecknat nya kreditfaciliteter för ca 2,4 miljarder kronor.

Investment case, prognoser och värdering

SBB i Norden har expanderat sin portfölj av samhällsfastigheter kraftigt de senaste åren. Sedan inledningen av 2022 har bolaget i stället börjat frigöra kapital genom försäljning av fastigheter för att kunna hantera det stigande ränteläget. Samhällsfastigheter har en lägre motpartsrisk än kommersiella fastigheter. SBB uppnår ett arbitrage på ca 1,7 procent mellan 4,0 procent i direktavkastning på fastighetsportföljen och 2,3 procent i räntekostnad på koncernens lån per 31 mars 2023. Vår nya rikt Kurs för SBB-aktien blir 22 kronor i Bas-scenariot, jämfört med 25 kronor per stam-aktie i vår preview från 17 april 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 135 miljarder kronor per 31 mars 2023. Bolaget har dominerat den svenska transaktionsmarknaden inom segmenten samhällsfastigheter och bostäder samt har breddat sig mot övriga Norden. Värde mässigt fördelade sig SBB:s fastighetsvärde cirka 73 procent i Sverige, cirka 18 procent i Norge, cirka åtta procent i Finland och cirka en procent i Danmark per 31 mars 2023.

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 högre 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 tydlig 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. Vakanserna har ökat och det finns inget större tryck uppåt på hyresnivåerna längre. Samhällsfastigheter är i stort sett opåverkade av denna förändring.

Stabila hyresgäster premieras i osäkra tider.

P/E 12x på justerad vinst per aktie före värdeutvecklingsvinster

Vid sidan av sin intjäningsförmåga kopplat till driftnettot från bolagets fastigheter minus räntekostnader motsvarande 1,78 kronor per stam-aktie efter avyttringen av 49 procent av aktierna i Educo (samhällsfastigheter i SBB som utgjorde 47 procent av koncernens totala fastighetsportfölj 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 3x 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 1,02 kronor per stam-aktie före värdeutvecklingsvinster enligt våra beräkningar. Det motsvarar P/E 12x 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 mellan 60 och 70 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 möjlighet till värdetillväxt på dessa fastigheter.

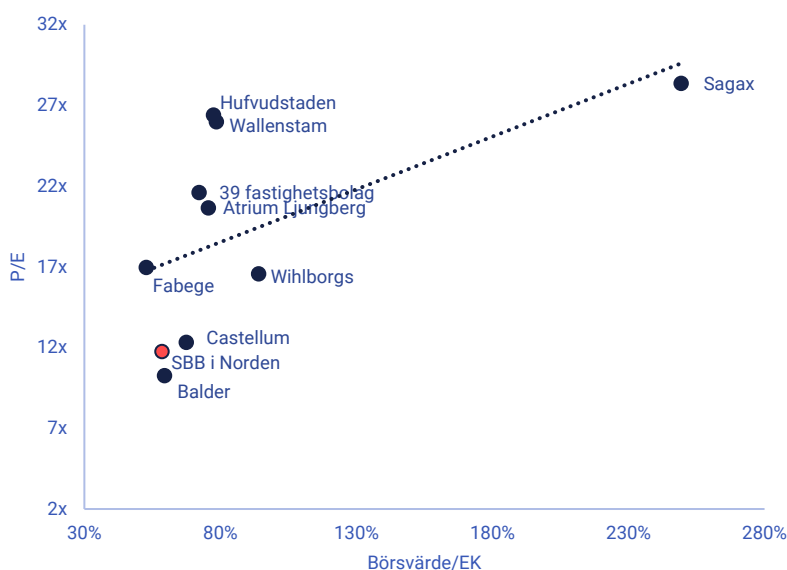
Stigande byggkostnader har gjort det mindre lönsamt och mer riskfyllt att bygga nya bostäder för tillfället. Bolaget har därför beslutat att pausa produktionen tills vidare. Antalet bostadsbyggrätter (lägenheter) som SBB äger minskade från ca 73 000 per 31 december 2021 till ca 63 000 den 31 december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

Värdering

Vi har sammanställt nyckeltalen för 39 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedanstående graf illustrerar att SBB-aktien värderas lägre än den övriga fastighetssektorn räknat efter såväl intjäningsförmåga som substansvärde. Det är främst 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 på mellan 56 och 66 procent. Genomsnittet för den börsnoterade fastighetssektorn ligger på 40 procent obligationslån. Tendensen har varit att i stort sett samtliga bolag har amorterat mindre totalbelopp av obligationslån när vi jämför läget per 30 september 2022 med 31 mars 2023.

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 Atrium Ljungberg, Balder, Castellum, Fabege, Hufvudstaden, Sagax, SBB, Wallenstam och Wihlborgs samt genomsnittet för de 39 fastighetsbolag där vi sammanställer nyckeltal. Premievärderingen i Sagax sticker ut, men kan nog främst förklaras med att bolaget under en längre tid lyckats öka förvaltningsresultatet per aktie. Vidare har Sagax en räntebärande portfölj med en stor andel obligationslån, varav större delen utgörs av fasta räntenivåer.

Nyckeltalsvärdering efter större fastighetsbolag samt kategorier i sektorn



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Ny riktkurs i SBB:s stamaktie på 22 kronor i Bas-scenariot

SBB-aktien värderas till en substansrabatt om 41 procent beräknat efter fem procent latent skatt på övervärden fastigheter. Vi har reducerat SBB:s substansvärde med det undervärde på ca 3,2 miljarder kronor som finns i bolagets intressebolagsandel i JM, räknat på aktuell aktiekurs i JM.

Den svenska börsnoterade fastighetssektorn värderas efter årets kursnedgång till i genomsnitt 28 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 12x jämfört med fastighetssektorn på 22x mätt som ett genomsnitt.

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

Vi får en motiverad rikt Kurs på 22 kronor per stamaktie i basscenariot, jämfört med 25 kronor per aktie i rikt Kurs i vår kv1 2023 preview (inför rapport) publicerad den 17 april 2023.

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 13 kronor per stamaktie, jämfört med 16 kronor per stamaktie i vår preview publicerad den 17 april 2023. 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 31 kronor per stamaktie, jämfört med 35 kronor per stamaktie i samband med vår preview daterad 17 april 2023. 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)	1,02	1,02	1,02
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt och median)	21,6	17,3	25,9
Motiverat värde, intjäning per aktie	22	18	27
Substansvärde, SBB-aktien (10% skatt på övervärden)	20,6	16,4	24,7
P/NAV fastighetsbolag (genomsnitt och median)	72%	58%	87%
Motiverad värdering på substans per aktie	15	9	21
Motiverat DCF-värde (+/-15% på kassaflödet)	27	13	42
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	22	13	31

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning Kv4 2021-Kv3 2023P (MSEK)

	Kv1 2022	Kv2 2022	Kv3 2022	Kv4 2022	Kv1 2023	Kv2 2023P	Kv3 2023P	Kv4 2023P
Hysesintäkter	1 831	1 878	1 888	1 850	1 725	1 714	1 710	1 723
Driftskostnader	-455	-349	-312	-451	-423	-328	-291	-433
Underhåll	-85	-90	-84	-134	-65	-85	-78	-129
Förvaltningsadministration	-103	-115	-130	-117	0	0	0	0
Fastighetsskatt	-35	-34	-29	-43	-30	-31	-31	-32
Driftsnetto	1 153	1 290	1 333	1 105	1 207	1 271	1 309	1 130
Centraladministration	-64	-213	-43	-113	-157	-155	-152	-150
Förvärvs- och omstruktureringkostnader	-13	-17	-66	-24	-30	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	434	-76	-846	-1 378	-369	263	222	303
Rörelseresultat före värdeförändringar	1 510	984	378	-410	651	1 379	1 379	1 283
Finansnetto	-249	-199	-370	-469	-473	-402	-435	-438
Övriga finansiella kostnader	185	-932	-687	-157	-605	-6	-6	-6
Förvaltningsresultat	1 446	-147	-679	-1 036	-427	971	938	839
Värdeförändringar fastigheter, goodwill-justering & resultat för bostadsprod.	2 367	-1 021	-2 517	-7 401	-2 334	-500	0	250
Värdeförändringar derivat	-341	-1 444	630	-405	-1 199	0	0	0
Resultat före skatt	3 472	-2 612	-2 566	-8 842	-3 959	471	938	1 089
Aktuell skatt	-132	-152	70	-80	-169	-16	-33	-38
Uppskjuten skatt	-401	43	415	973	229	-54	-108	-125
Periodens resultat	2 939	-2 721	-2 081	-7 949	-3 898	400	797	925
Vinst per aktie (SEK)	1,86	-1,99	-1,53	-5,61	-4,00	0,01	0,29	0,39
Förvaltningsresultat efter betald skatt	1 314	-299	-609	-1 116	-596	955	905	801
Resultat hänförlig stam A och B	2 709	-2 889	-2 225	-8 153	-5 810	17	419	562
Resultat just. för värdeförändringar, hänförligt till stam	683	-424	-338	-347	-2 278	517	419	312

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

Resultaträkning, helår 2021-2025P (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Hysesintäkter	5 930	7 447	6 872	7 043	7 320
Driftskostnader	-1 114	-1 567	-1 475	-1 511	-1 570
Underhåll	-322	-393	-357	-366	-381
Förvaltningsadministration	-317	-465	0	0	0
Fastighetsskatt	-130	-141	-124	-134	-145
Driftsnetto	4 047	4 881	4 917	5 032	5 224
Centraladministration	-290	-433	-614	-578	-586
Förvärvs- och omstrukturingskostnader	-86	-120	-30	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	2 814	-1 866	419	1 068	1 122
Rörelseresultat före värdeförändringar	6 485	2 462	4 692	5 523	5 760
Finansnetto	-737	-1 287	-2 347	-1 903	-1 967
Övriga finansiella kostnader	-58	-1 591	-24	-25	-26
Förvaltningsresultat	5 690	-416	2 321	3 594	3 766
Värdeförändr. fastigheter & resultat bostadsprod.	21 117	-8 572	-2 584	1 188	1 557
Värdeförändringar derivat	2 487	-1 560	-1 199	0	0
Resultat före skatt	29 294	-10 548	-1 461	4 782	5 323
Aktuell skatt	-247	-294	-256	-167	-186
Uppskjuten skatt	-3 446	1 030	-58	-550	-612
Periodens resultat	25 601	-9 812	-1 775	4 065	4 525
Förvaltningsresultat efter betald skatt	5 443	-710	2 065	3 427	3 580
Resultat hänförligt till stam A och B	23 697	-10 558	-5 141	2 247	2 680
Resultat just. för värdeför. hänför. stam	93	-426	-1 103	1 227	1 310
Tillväxt	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Hysesintäkter	16%	26%	-8%	2%	4%
Driftsnetto	16%	21%	1%	2%	4%
Rörelseresultat före värdeförändringar	94%	-62%	91%	18%	4%
Förvaltningsresultat	130%	-107%	-658%	55%	5%
Resultat före skatt	183%	-136%	-86%	-427%	11%
Periodens resultat	182%	-138%	-82%	-329%	11%
Marginaler	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Överskottsgrad	68%	66%	72%	71%	71%
EBIT-marginal före värdeförändringar	109%	33%	68%	78%	79%
Förvaltningsresultat-marginal	96%	-6%	34%	51%	51%
Resultat före skatt-marginal	494%	-142%	-21%	68%	73%
Resultat efter skatt-marginal	432%	-132%	-26%	58%	62%

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	133 191	139 319	146 881
Nyttjanderätt tomträtt	639	829	823	823	823
Inventarier	48	37	105	105	105
Summa materiella anläggningstillgångar	156 088	141 765	139 402	145 530	153 092
Andel i intressebolag	16 373	12 649	13 104	14 172	15 294
Fordringar hos intressebolag	3 885	1 737	1 770	1 770	1 770
Derivat	547	1 696	1 159	1 159	1 159
Finansiella tillgångar, verk. värde	4 530	2 298	2 017	2 017	2 017
Andra långfristiga fordringar	207	939	852	852	852
Summa finansiella anläggningstillgångar	25 542	19 319	18 902	19 971	21 092
Summa anläggningstillgångar	181 630	161 084	158 304	165 500	174 184
Kundfordringar och derivat	219	106	299	274	287
Fordringar och intressebolag	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	279	156	141	141	141
Övriga fordringar	1 959	1 434	1 326	690	1 025
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	540	740	920	767	848
Summa kortfristiga fordringar	2 997	2 436	2 686	1 872	2 300
Kortfristiga placeringar	53	421	250	250	250
Likvida medel	9 837	4 429	10 298	6 737	2 190
Summa omsättningstillgångar	12 887	7 286	13 234	8 860	4 741
Summa tillgångar	194 517	168 370	171 538	174 360	178 925
Summa Eget kapital	82 971	63 337	72 948	74 203	75 917
Skulder till kreditinstitut	21 974	30 496	25 273	25 774	26 382
Obligationslån	51 919	48 310	43 669	45 245	47 162
Derivat	30	971	357	357	357
Uppskjutna skatteskulder	10 428	9 120	9 038	9 588	10 200
Skuld finansiell leasing	639	829	823	823	823
Övriga långfristiga skulder	292	141	344	432	526
Summa långfristiga skulder	85 282	89 867	79 504	82 219	85 451
Skulder till kreditinstitut	1 758	3 400	3 101	3 198	3 316
Företagscertifikat	11 169	1 111	2 425	2 606	2 827
Obligationslån	1 175	3 768	8 654	8 768	8 906
Leverantörsskulder	181	456	255	93	3
Aktuella skatteskulder	418	310	87	64	51
Övriga skulder	9 530	4 197	3 136	2 467	2 093
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2 033	1 924	1 429	743	360
Summa kortfristiga skulder	26 264	15 166	19 086	17 939	17 557
Summa eget kapital och skulder	194 517	168 370	171 538	174 360	178 925
	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Likviditet	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	11%	16%	14%	10%	13%
Likviditetsgrad	49%	48%	69%	49%	27%
Kassa/kortfristiga skulder	38%	32%	55%	39%	14%
Soliditet	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	-78 744	-83 064	-73 396	-79 426	-86 976
Nettoskuld/EBIT	12,1x	33,7x	15,6x	14,4x	15,1x
Nettoskuld/EK	95%	131%	101%	107%	115%
Skuld/EK	107%	139%	115%	116%	118%
Soliditet	43%	38%	43%	43%	42%
Lönsamhetsmätt	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Avkastning på eget kapital	49%	-12%	-3%	6%	6%
Avkastning på totalt kapital	25%	-2%	1%	4%	4%
Avkastning på investerat kapital	22%	-6%	-3%	1%	2%

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	2 156	2 359	2 458
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	21	140	-75	814	-428
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	2 184	-1 474	168	-1 540	-859
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	4 620	2 145	2 249	1 633	1 171
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-55 899	-11 787	-4 064	-4 940	-6 005
Försäljning av fastigheter	20 241	2 374	4 100	0	0
Investeringar/försäljning inventarier	-31	1	-70	0	0
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-9 234	537	-153	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	-3 049	4 055	-33	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	180	4 202	-683	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	-156	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	-169	-728	109	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-47 962	-1 345	-950	-4 940	-6 005
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	0	0	2 630	0	0
Nettoemission hybridobligationer/konvertibler	1 893	-742	0	0	0
Inlösta preferensaktier	-20	0	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	58	0	-4	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-1 846	-2 837	-2 990	-2 810	-2 810
Nettoförvärv minoritetsandelar	2 528	466	11 263	0	0
Nettopptagning av lån	32 355	216	-4 269	2 470	3 003
Förändring övriga långfristiga skulder	4 579	-3 313	-2 054	87	95
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	39 546	-6 209	4 576	-253	287
Periodens kassaflöde	-3 796	-5 409	5 875	-3 561	-4 547
Likvida medel, periodens börj.	13 606	9 837	4 429	10 298	6 737
Valutakursändring i likvida medel	27	1	-6	0	0
Likvida medel vid periodens slut	9 837	4 429	10 298	6 737	2 190
Nyckeltal					
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	0,41x	0,47x	0,31x	0,33x	0,34x
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.