

Uppdatering: Kv1 2023

ALM EQUITY AB

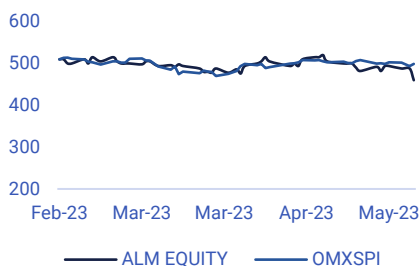
ALM Equity profilerar sig som ett investmentbolag fokuserat på bostadsutvecklande fastighetsbolag i hela värdekedjan med bolag inom de fyra affärsområdena; Fastighetsutveckling, förvaltning, entreprenad, och digitala tjänster. Bolagsportföljen kontrollerar samtliga skeden i utvecklingsarbetet, från byggrättsförvärv, 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: 470 SEK
Marknadsvärde (Stam): 5 036 MSEK

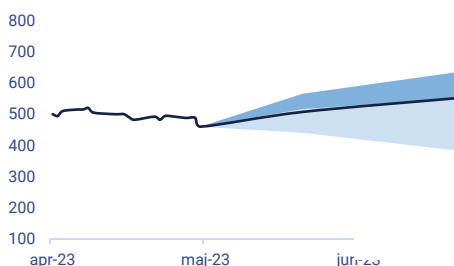
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-42,8	-10,5	-16,0	-6,0

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	384	551	634
Upp-/nedsida (%)	-18,3	17,2	34,9

Källa: S&P Capital IQ and CSQ EQR

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Christopher Solbakke
Equity Analyst

Den anpassningsbara bostadsutvecklaren

ALM Equitys intäkter i kv1 2023 blev väsentligt lägre än våra prognoser. Antalet byggstarter för bolaget, men också för sektorn har fallit brant. Samtidigt har ALM Equity tagit in en ny kapitalstark investerare i Klöver för att kunna få fart på utvecklingen av bolagets byggrättsportfölj. Vi beräknar ett motiverat värde i ALM Equity till 551 kr/stamaktie (564 kr) för de kommande 6–12 månaderna inom ett intervall från 384 kr/aktie till 634 kr/aktie.

Låga intäkter i kv1 2023 speglar få byggstarter

Koncernens intäkter kom in ca 61 procent lägre än våra prognoser i kv1 2023. Förklaringen är att antalet byggstarter har fallit kraftigt, både för ALM Equity och deras intressebolag men även för den svenska bostadsutvecklingssektorn i stort. Köparna är avaktande kopplat till de stigande räntenivåerna som slår hårt på deras månadskostnader framöver. Till det kan läggas stigande byggkostnader, som möjligen haft en tendens att mattas mot slutet av perioden.

ALM Equitys bruttoreultat kom in på 13 miljoner kronor i kv1 2023 mot vår prognos om 24 miljoner kronor. Men bruttomarginalen på 4,9 procent var i alla fall bättre än vår prognos om 3,5 procent. Bortsett från nedskrivning av aktier i intressebolag med 8 miljoner kronor hamnade finansiella poster i nivå med vår prognos.

Ny investerare i Klöver gör bolaget starkare, men späder ut ALM Equity

Att ALM Equity under sin VD och grundare Joakim Alm är ett anpassningsbart bolag visade sig inte minst när det den 23 april meddelades att en ny investerare (som är internationell enligt en senare uppgift) bjuds in att köpa 25 procent av utestående aktier i Klöver för 1350 miljoner kronor. Det skulle innebära att ALM Equitys ägande i Klöver späds ut från 46 procent idag till 34 procent efter en sådan transaktion. I nästa steg kan den nye investeraren genom att göra nyemissioner på totalt 3 miljarder kronor öka sitt ägande i Klöver till drygt 51 procent. I så fall skulle ALM Equitys ägande i Klöver minska till ca 22 procent. Men vi bedömer det vara bättre att äga 22–34 procent i ett Klöver med tillräckliga finansiella resurser att exploatera de möjligheter som finns i bolagets byggrättsportfölj än att som idag inte kunna göra det i någon större omfattning.

25 procent substansrabatt i ALM Equity enligt PwC:s substansvärdering

PwC:s marknadsvärdering av dotter- och intressebolag som Klöver, Svenska Nyttbostäder och Aros Bostad med flera summerade sig till 6,7 miljarder kronor per 31 mars 2023, jämfört med 7,2 miljarder kronor per 31 december 2022. Den största delen av det minskade substansvärdet hänförde sig till Svenska Nyttbostäder. Givet dagens börsvärde på ALM Equitys stamaktier handlas denna aktie med en substansrabatt på 25 procent.

Carlsquares nya motiverade värde är 551 kronor per stamaktie i ALM Equity

Vi gör en NAV-baserad substansvärdering av ALM Equitys innehav i Svenska Nyttbostäder, Klöver och Aros Bostad samt hel- och majoritetsägda innehav till 551 kronor per stamaktie i ALM Equity. Detta kan jämföras med 564 kr/aktie som vi kom fram till i vår uppdatering efter kv4-rapporten den 1 mars 2023. Vår riktkurs varierar från 384 kr/aktie i Bear-scenariot (tidigare 495 kr/aktie) till 634 kr/aktie i Bull-scenariot (tidigare 602 kr/aktie). Skillnaderna förklaras med att vi har tagit ut svängarna litet mer i värderingen av ALM Equitys innehav i Svenska Nyttbostäder och Klöver.

Nyckeltal (MSEK)

MSEK	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning (mkr)	1 759	2 096	6 902	2 002	2 968	4 711
EBITDA (mkr)	231	3 321	1 486	74	246	1 511
EBIT (mkr)	231	3 315	-712	74	246	1 511
Resultat efter finansnetto (mkr)	96	3 096	-915	-161	58	1 299
Årets resultat (mkr)	229	3 423	-575	-164	53	1 280
EBITDA-marginal (%)	13,1	158,4	21,5	3,7	8,3	32,1
Vinst per aktie (kr)	10,5	314,4	-78,6	-12,3	3,9	95,6
P/E	64,2	3,2	neg	neg	119,9	4,9
EV/Intäkter	6,2	6,6	1,2	3,8	3,0	1,8
EV/EBITDA	47,5	4,2	5,5	101,5	36,3	5,5
Nettoskuld (mkr)	4076	3040	2607	2513	3876	3346
Utdelningstamaktie	0,00	0,00	0,00	0,03	0,01	0,14
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment Case

ALM Equity grundades 2006 som ett bostadsutvecklingsföretag. Sedan dess har koncernen ändrat inriktning till att bli ett investmentbolag fokuserat på bostadsutvecklande fastighetsbolag som representerar hela värdekedjan. Alm Equity har idag hel- och delägda bolag inom fyra affärsområden; Fastighetsutveckling, Förvaltning, Entreprenad, och Digitala tjänster.

- **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 denna befolkningstillväxt.
- **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 12 000 byggrätter kommer färdigställas inom Klöver och cirka 1 500 byggrätter kommer att färdigställas inom Aros Bostad.
- **Substansrabatt om 22 procent med goda tillväxtförutsättningar för innehavsbolagen på sikt.** Historiskt har ALM Equity-aktien handlats till en premie i förhållande till dess bokförda tillgångsvärden på dotter- och intressebolag. Till följd av ett högre ränteläge och stigande avkastningskrav på marknaden samt inflationstryck på byggmaterial, har aktier i bostadsutvecklings-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 en konceptualiserad bostadsproduktion

Svagheter

- Lägre transparens i den del- och helägda byggrättsportföljen jämfört med sektorkollegor
- Ledningskoncentrerad ägarbas begränsar utrymmet för institutionellt ägande i aktien
- Majoriteten av byggrätterna i portföljerna är ännu inte byggstartade

Möjligheter

- En ny delägare har stärkt kapaciteten att genomföra projekten i Klöver
- Fler värdeskapande förvärv som Järntorget och Småa kan öka intjäningsförmågan
- Fortsatta byggrättsinvesteringar som kan tillskjutas koncernbolagen

Risker

- Avstannade och uppskjutna bostadsprojekt till följd av inflationstryck på byggmaterial
- Svårigheter att refinansiera bolagets obligationslån
- Ökande avkastningskrav på fastigheter kan leda till värdenedskrivningar

Kv1 2023-Utfall jämfört med prognoser

Intäkter från Fastighetsutvecklings- och entreprenadverksamheterna kom in avsevärt under vår förväntan, 266 miljoner kronor mot vår prognos om 675 miljoner kronor. I VD-ordet konstaterar Joakim Alm att transaktionsvolymerna har gått ned med 75 procent samt att antalet byggstarter i Sverige är nere på rekordlåga nivåer. För att bostadsbyggandet åter ska öka (vilket lär komma att ske tidigast under 2024) behöver både ränteuppgången och de stigande byggkostnaderna börja avta och plana ut bedömer vi.

Alm Equitys bruttoresultat kom in på 13 miljoner kronor i kv1 2023 jämfört med vår prognos om 24 miljoner kronor. Till följd av de väsentligt lägre intäkterna översteg utfallet för bruttomarginalen på 4,9 procent vår prognos om 3,5 procent.

Bortsett från nedskrivning av aktier i intressebolag med 8 miljoner kronor hamnade finansiella poster i nivå med vårt estimat.

PwC:s marknadsvärdering av dotter- och intressebolagen summerar sig till 6,7 miljarder kronor per 31 mars 2023 jämfört med 7,2 miljarder kronor per 31 december 2022. Här har innehavet i Svenska Nyttobostäder minskat från 1,4 miljarder kronor till 1,0 mdr kronor, medan resterande 100 miljoner kronor i värdeminskning är hänfört till Aros Bostad. Börsvärdet på Alm Equitys stamaktier uppgår nu till drygt 5,0 miljarder kronor vilken innebär en substansrabatt på 25 procent.

Prognoser

Med anledning av utfallet i ALM Equitys kv1 2023-rapport, bolagets egen guidning och vår syn på fastighets- och bostadsutvecklingsmarknaden framöver ändrar vi våra prognoser för kommande tre kvartal (kv2 2023-kv4 2023) enligt nedan.

Prognosförändringar, kv2-kv 4 2023

MSEK	2023 tidigare				2023 Nya				2023 Avvikelse.%			
	Kv1	Kv2	Kv3	Kv4	Kv1A	Kv2	Kv3	Kv4	Kv1A	Kv2	Kv3	Kv4
Nettoomsättning	675	610	1 152	892	263	366	748	624	-61%	-40%	-35%	-30%
COGS	-651	-541	-806	-816	-253	-340	-711	-562	61%	37%	12%	31%
Bruttoresultat	24	69	346	76	13	29	40	65	-46%	-58%	-88%	-14%
SG&A + övriga rörelseposter	-12	-12	-40	-31	-24	-12	-26	-22	-100%	0%	35%	30%
Resultat från intressebolag + avyttringar	4	4	4	4	-1	4	4	4	-127%	0%	0%	0%
EBITDA	16	60	310	49	-12	20	18	48	-177%	-66%	-94%	-2%
EBIT	16	60	310	49	-12	20	18	48	-177%	-66%	-94%	-2%
Finansnetto	-60	-61	-58	-56	-61	-61	-58	-56	-2%	0%	0%	0%
Orealiserade värdeförändringar	0	0	0	0	-8	0	0	0	nm	nm	nm	nm
EBT	-44	0	251	-7	-81	-40	-40	-8	-84%	n.m.	-116%	-18%
Skatt	0	0	-13	0	-3	0	0	0	nm	nm	nm	nm
Periodens resultat	-44	0	239	-7	-84	-40	-40	-8	-90%	n.m.	-117%	-18%
EPS	-3,29	-0,02	17,82	-0,49	-3,29	-0,02	17,82	-0,49	0%	0%	0%	0%
Andelar i intressebolag	7 040	7 040	7 132	7 501	6 209	6 209	6 401	7 061	-12%	-12%	-10%	-6%
Utvecklingsfastigheter + övriga	4 917	5 233	5 349	4 872	3 653	4 060	4 176	3 696	-26%	-22%	-22%	-24%
Kassa	1 223	1 029	933	1 308	971	1 178	1 039	1 346	-21%	14%	11%	3%
EK	7 420	7 380	7 464	7 873	5 667	5 615	5 756	6 391	-24%	-24%	-23%	-19%
Räntebärande lån	4 894	4 969	4 985	4 995	4 128	4 203	4 218	4 229	-16%	-15%	-15%	-15%
Nettoskuld	3 671	3 941	4 051	3 687	3 157	3 025	3 180	2 883	-14%	-23%	-22%	-22%
Soliditet	52%	51%	51%	53%	49%	46%	46%	50%	-5%	-10%	-9%	-6%
Nettoskuld/EBITDA	235	65	13	75	-263	149	175	60	-212%	129%	1235%	-20%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Ägandebolag och Värdering

Via en substansvärdering kommer vi fram till ett motiverat värde om 551 kronor per stamaktie i Alm Equity (tidigare 564 kr/aktie) i Bas-scenariot. Det motsvarar ett marknadsvärde på koncernen om ca 5,9 miljarder kronor 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 på bolagens nettovärden. Fastighetstillgångarna i ALM Equity och Klöver värderas av externa parter.

- Vi sänker vår prognos för det driftnetto som Svenska Nyttobostäders portfölj väntas generera år 2025 från 590 till 450 miljoner kronor. Vi höjer samtidigt direktavkastningskravet från 4,0 procent till 4,5 procent och landar då på ett substansvärde om 1772 miljoner kronor för Alm Equitys andel i Svenska Nyttobostäder.
- Vi använder det andelsvärdet för Klöver som redovisas enligt senast bokförda substansvärde hos Alm Equity. I Bear-scenariot har vi tagit Alm Equitys uppskattade andel på 34,5 procent efter att den nye investeraren köpt in sig multiplicerat med totalt substansvärde på 8000 miljoner kronor minus skulder 600 miljoner kronor lika med 2160 miljoner kronor.
- Aros-innehavet har vi värderat till börsvärdet på stam- och preferensaktier (518 miljoner kronor) plus bokfört värde på konvertibler i Aros (215 miljoner kronor), lika med 733 miljoner kronor.
- Alm Equitys helägda utvecklingsfastigheter har vi värderat till bokfört i värde i Base Case, till 80 procent av bokfört värde i Bear Case samt till 120 procent av bokfört värde i Bull Case.
- Vi kommer fram till ett substansvärde om 551 kronor per stam-aktie i Alm Equity i vårt Base Case. Detta substansvärde varierar från 384 kronor per stam-aktie i Bear Case till 634 kronor per stam-aktie i Bull Case.

Substansvärdering av Alm Equity

MSEK	Rapporterad	Rapporterad	CSQ EQR	Base	Bear	Bull
	Substans	ALMs Andel	Substans	ALMs Andel	ALMs Andel	ALMs Andel
Förvaltning						
Klövern (46%)	8 000	3 100	8 000	3 100	2 160	3 100
Svenska Nyttobostäder (44%)	2 500	1 000	3 465	1 772	1 600	1 986
Projektutveckling						
Aros Bostad (21%)	2 500	600	2 500	733	733	733
ALM Småa	300	300	300	300	300	300
Entreprenad						
2XA Entreprenad (80%)	500	500	500	500	500	500
Övriga tillgångar	800	800	800	800	800	800
Substansvärde (innehav)	14 600	6 300	15 565	7 205	6 093	7 419
Utvecklingsfastigheter				3 384	2 707	4 061
Nettoskuld per 31 mars 2023				-3 387	-3 387	-3 387
Preferensaktier				-1 300	-1 300	-1 300
Marknadsvärde				5 902	4 113	6 793
Utgående aktier, ALM Equity (m)				10,71	10,71	10,71
Värde/stamaktie				551	384	634

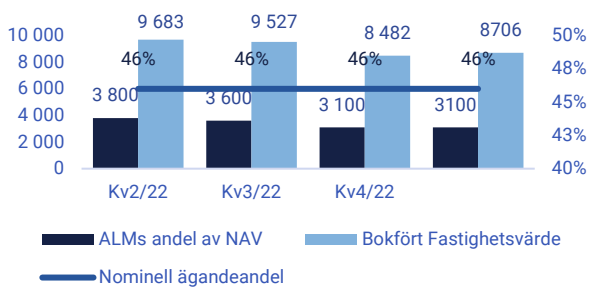
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fastighetsförvaltning

Klövern

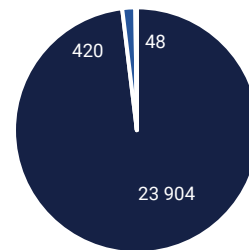
Klövern är ett JV-bolag som ALM Equity bildade tillsammans med Corem under kv1 2021. Klövern ska utveckla, äga och förvalta hyresbostäder i Stockholm. Vid JV-bildandet tillförde ALM Equity ca 11 000 byggrätter och ett kapitaltillskott på 345 MSEK mot en ägarandel om ca 49 procent av bolaget. Sedan dess har Alm Equitys ägarandel spätts ut till 46 procent efter en apportemission från Broskeppet. Den 3 april 2023 meddelades att en investerare kommer att köpa 25 procent av aktierna i Klövern för 1350 miljoner kronor. Då reduceras Alm Equitys ägarandel från 46 procent till 34 procent i Klövern. Den nya investeraren kommer att kunna investera 3 miljarder kronor i Klövern och då öka sin ägarandel till 51 procent. Det bör vara mer intressant för Alm Equity att äga 34 procent och på sikt kanske 22 procent i ett Klövern som har tillräckliga finansiella resurser för att genomföra alla projekt i byggrätt-sportföljen än att äga 46 procent i ett Klövern som inte har de möjligheterna.

Värdeutveckling (MSEK) och ägarandel (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Fastighetsportfölj, baserat på enheter



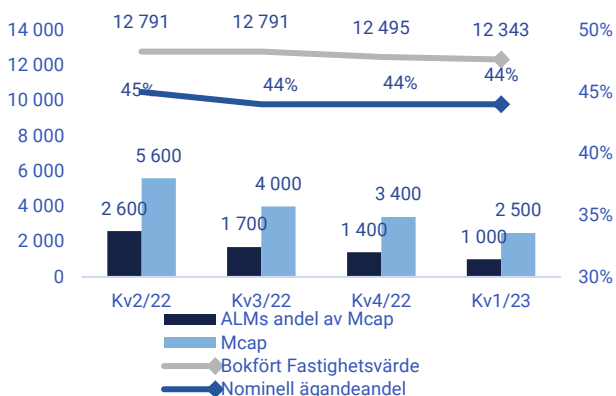
■ Ej produktionsstartade ■ I förvaltning ■ Under produktion

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Svenska Nyttobostäder

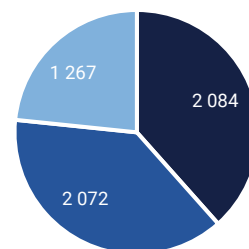
Svenska Nyttobostäder är ett noterat förvaltningsbolag som äger och förvaltar nyproducerade bostadsfastigheter i kommunikationsnära lägen i Stockholmsområdet. Hyresgästerna kan vara företag, myndigheter och privatpersoner där så kallad Blockuthyrning till de två förstnämnda kategorierna hittills har varit vanligast. För att minska belastningen på bolagets kassaflöde riktades ett erbjudande till bolagets ägare av preferensaktier att byta dessa till stamaktier i bolaget, ett erbjudande som accepterades med 82 procent anslutningsgrad. Alm Equity har också sålt över byggrätter som ännu inte är byggstartade mot nyemitterade stamaktier i Svenska Nyttobostäder. Efter dessa affärer äger Alm Equity 44 procent av aktiekapitalet i Svenska Nyttobostäder och har 49 procent av rösterna.

Värdeutveckling (MSEK) och ägarandel (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Fastighetsportfölj, baserat på enheter



■ Ej produktionsstartade ■ I förvaltning ■ Under produktion

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Substansvärdering (MSEK)

Svenska Nyttobostäder	
Driftnetto 31 dec 2025	450
Yield	4,50%
Implicit fastighetsvärde 2025	10 000
Belåningsgrad	55%
Skulder	-5 500
NAV, 2025	4 500
Antal år	2,75
WACC	10%
Nuvärde, NAV	3 465
Preferensaktier	-115
ALM's ägarandel (37,5%)	1 772

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Känslighetsanalys substansvärde (MSEK)

WACC	Genomsnittlig direktavkastning				
	4,00%	4,25%	4,50%	4,75%	5,00%
1 772	2 060	1 942	1 838	1 744	1 660
8,5%	2 035	1 919	1 815	1 723	1 640
9,0%	2 010	1 895	1 793	1 702	1 620
10,0%	1 986	1 873	1 772	1 681	1 600
10,5%	1 962	1 850	1 750	1 661	1 581
11,0%	1 939	1 828	1 730	1 642	1 562
11,5%	1 916	1 806	1 709	1 622	1 544

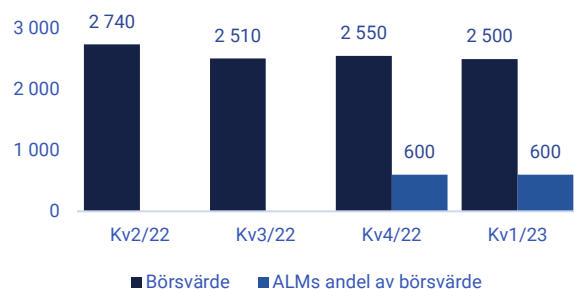
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Fastighetsutveckling

Aros Bostadsutveckling

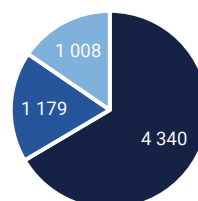
Aros Bostad är ett noterat bostadsutvecklingsbolag som erbjuder högkvalitativa bostäder i kommunikationsnära områden i Storstockholm, Uppsala och Mälardalen. Under kv4 2022 apporterade ALM Equity in en byggrättsportfölj värd 1 465 MSEK, innehållande 23 projekt, ca 1 500 byggrätter, för 35 procent ägarandel i Aros. I samband med apporteringen har tio medarbetare från ALM Equitys fastighetsutvecklingsverksamhet övergått till Aros. ALM äger nu ca 20 procent av stam-aktierna i Aros. Alm Equitys post består av ca 9,54m stam-aktier, ca 2,26m preferensaktier och ca 5,46m konvertibler. Vid full konvertering skulle Alm Equitys andel av samtliga stamaktier i Aros öka till ca 31 procent.

Värdeutveckling (MSEK) och ägarandel (%) i Aros



Källa: Bolagsinformation, S&P Capital, CSQ EQR

Aros projektportfölj, baserat på enheter



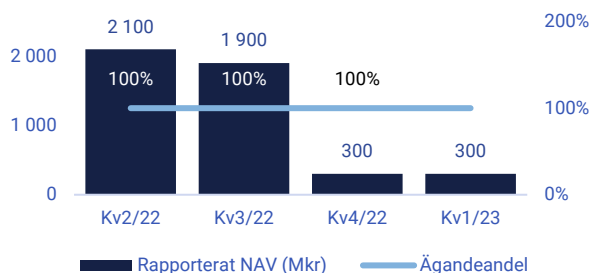
■ Planerade byggrätter ■ Under produktion ■ Färdiga byggrätter

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

ALM Småa Bostad

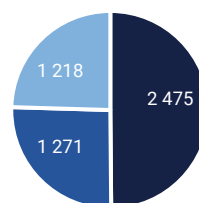
ALM Småa Bostad är fokuserat på större stadsutvecklingsprojekt som genom fyra helägda varumärkena, ALM Bostad, SMÅA, Järntorget, och ABACUS, utvecklar bostäder i kommunikationsnära lägen. Under 2022 minskade verksamheten i ALM Equity väsentligt då ett stort antal byggrätter apporderades in Klöver och Aros. Omkring tio tidigare medarbetare i ALM Equity flyttade då till Aros, medan ungefär 20 medarbetare gick över till Klöver.

Rapporterat NAV (MSEK) och ägarandel (%)



Källa: Bolagsinformation, S&P Capital, CSQ EQR

Projektportfölj, baserat på enheter



■ Färdiga byggrätter ■ Under produktion ■ Planerade byggrätter

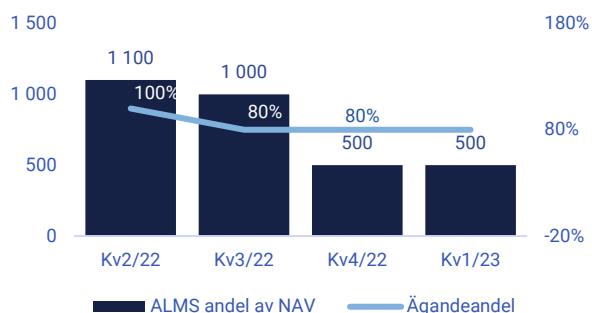
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare. Notering: 942 enheter avses till Aros

Entreprenad

2xA Entreprenad

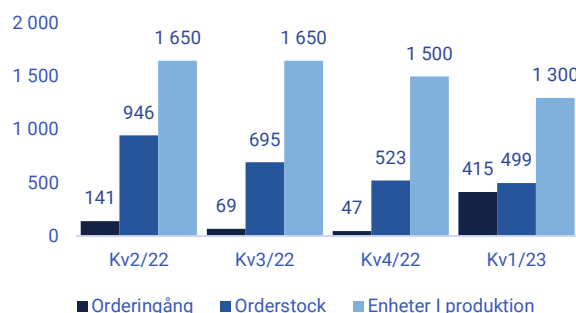
2xA erbjuder totalentreprenad för ny, till- och ombyggnationer av fastigheter. Historiskt har entreprenadbolaget kontraherats till 100 procent internt av ALM Equitys fastighetsutvecklingsverksamhet. Givet de strukturella förändringarna som skett i ALM Equity-koncernen, där byggrättsportföljerna i Aros och Klöver kommer att utvecklas i dessa bolag, kommer kundbasen för 2xA övergå till att i huvudsak utgöras av externa kunder.

Rapporterat NAV (MSEK) och ägarandel (%)



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. På senare tid har bolaget även genomfört apportemissioner riktade till andra noterade och onoterade bolag. Förvärv kan ge en starkt positiv utveckling på marknadsvärdet av det köpande bolaget, men innebär ändå 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 Klövern samt av Aros Bostad dit ALM Equity ganska nyligen apportionerade in en byggrättsportfölj i utbyte mot ett aktieäggande i Aros.

Beroende av nyckelpersoner

ALM Equity är 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. Vidare med entreprenadceller som täcker hela värdekedjan inom bostadsutveckling. Skulle Joakim Alm lämna koncernen av någon anledning (mindre sannolikt mot bakgrund av hans stora ägande) lär företaget inte förbli detsamma. Detta trots att ALM Equity idag har duktiga och etablerade dotterbolagschefer samt VD:ar i intressebolag.

Kostnad och kvalitet i byggproduktionen

En central del av ett bostadsutvecklingsbolags förädlingsvärde ligger i att hålla nere produktionskostnaden för de lägenheter som färdigställs. Detta uppnås i en upphandling i konkurrens av en entreprenad, 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 olika faktorer har blivit 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 avkastningskraven börjat vända uppåt till följd av de stigande räntenivåerna. Bostadsbristen i de flesta regioner i Sverige gör att det i stort sett alltid varit möjligt att 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 hyresrättsvärden som påverkas av investerarnas avkastningskrav. Värdet på en byggrätt ökar också mycket kraftigt när en detaljplan fastställs av kommunen, medan värdet dessförinnan är väsentligt lägre och mer osäkert. ALM Equitys hel- och delägda projekt återfinns i Stockholms län där priset för och värdet på byggrätter är högst i Sverige. Detta ökar verksamhetens potential men också dess 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	2 002	2 968	4 711
Övriga intäkter	0	0	0	3 161	0	12	13	14
Kostnad såld vara	-2 062	-1 394	-1 438	-1 934	-5 175	-1 866	-2 662	-3 086
Bruttoresultat	252	287	321	3 323	1 727	147	319	1 638
Övriga rörelsekostnader	-145	-143	-118	-168	-121	-84	-100	-165
Resultat från intressebolag	-1	-5	28	160	-2 318	11	27	37
EBITDA	123	173	265	3 353	-674	112	284	1 549
EBIT	106	139	231	3 315	-712	74	246	1 511
Finansnetto	-93	-125	-135	-219	-203	-236	-188	-187
Orealiserade värdeförändringar	3	418	137	361	257	0	0	0
Resultat efter finansnetto	16	432	233	3 457	-658	-161	58	1 324
Skatt	-11	2	-4	-34	83	-3	-5	-19
Nettoresultat	5	434	229	3 423	-575	-164	53	1 305
Moderbolagets aktieägare	16	278	194	3 386	-717	-131	42	1 044
Innehav utan bestämmande inflytande	-11	156	35	37	141	-33	11	261
Vinst per aktie	1,58	19,53	10,53	314,42	-78,63	-12,27	3,92	97,41

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Tillväxt	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	-31%	-27%	5%	19%	229%	-71%	48%	59%
Bruttoresultat, Just	-57%	14%	12%	-50%	47%	-92%	116%	414%
EBITDA, Just	-79%	31%	66%	-31%	829%	-96%	273%	130%
EBITA, Just	-79%	31%	66%	-36%	-581%	-109%	273%	130%
EBIT, Just	-79%	31%	66%	-36%	-581%	-109%	273%	130%
EBT, Just	-96%	2600%	-46%	27%	-322%	-74%	-126%	2817%
Nettovinst	-99%	8580%	-47%	14%	-319%	-68%	-122%	728%
Vinst per aktie	0%	0%	-46%	2886%	-125%	-84%	-132%	2385%

Marginaler	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bruttomarginal	11%	17%	18%	159%	25%	7%	11%	35%
EBITDA	5%	10%	15%	160%	-10%	6%	10%	33%
EBIT	5%	8%	13%	158%	-10%	4%	8%	32%
Resultat efter finansnetto	1%	26%	13%	165%	-10%	-8%	2%	28%
Nettomarginal	0%	26%	13%	163%	-8%	-8%	2%	28%

Nyckeltal	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
ROE (Hänfört till moderbolaget)	1,2%	12,7%	8,3%	57,0%	-14,4%	-2,8%	0,9%	20,6%
ROE	0,2%	13,1%	6,0%	47,8%	-10,0%	-2,6%	0,7%	16,0%
ROA	0,2%	3,3%	2,0%	25,8%	-6,2%	-1,0%	0,3%	7,1%
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,0	1,1	1,7	68,1%	-335,8%	30,4%	125,4%	773,8%
Genomsnittlig ränta	2,6%	3,5%	2,9%	4,5%	5,0%	5,5%	4,5%	4,1%

Balansräkning (MSEK)

MSEK	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Imateriella tillgångar	0	0	15	18	19	20	20	20
Övriga materiella tillgångar	10	20	16	14	6	5	5	5
Andelar i intressebolag	19	10	1	3 328	6 295	7 061	7 796	8 507
Fastighetstillgångar	1 212	3 329	5 477	962	166	166	166	166
Summa Anläggningstillgångar	1 241	3 359	5 509	4 322	6 486	7 252	7 987	8 698
Pågående bostadsprojekt och fastighetertillg	4 939	3 870	2 422	6 214	3 417	3 530	4 526	4 002
Övriga omsättningstillgångar + fordringar	402	574	812	642	542	600	826	528
Likvida medel	390	699	722	1 954	1 073	1 346	523	1 382
Summa Omsättningstillgångar	5 731	5 143	3 956	8 810	5 032	5 476	5 874	5 911
TILLGÅNGAR	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	12 728	13 861	14 609
Eget kapital	2 138	3 310	3 790	7 154	5 756	6 391	7 139	8 147
Långfristiga räntebärande skulder	1 076	1 864	2 920	2 639	2 027	2 028	2 628	2 628
Kortfristiga räntebärande skulder	0	476	0	0	600	600	0	0
Övriga icke räntebärande skulder	3 758	2 852	2 755	3 339	3 135	3 709	4 095	3 834
Summa Skulder	4 834	5 192	5 675	5 978	5 762	6 337	6 723	6 462
EGET KAPITAL OCH SKULDER	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	12 728	13 861	14 609

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyckeltal	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Soliditet	31%	39%	40%	54%	50%	50%	51%	56%
Skulder/Eget kapital (ggr)	2,26	1,57	1,50	0,84	1,00	0,99	0,94	0,79
Totala skulder (mkr)	3979	3926	4973	5073	4286	4461	5000	5329
Skulder/Tillgångar	69%	61%	60%	46%	50%	50%	49%	44%
Nettoskuld (mkr)	-3589	-3227	-4251	-3119	-3213	-3115	-4478	-3948
Nettoskuld/ Tillgångar	51%	38%	45%	24%	28%	24%	32%	27%
Nettobelåningsgrad	64%	53%	52%	31%	41%	39%	45%	35%
Räntetäckningsgrad (ggr)	0,13	0,11	0,70	13,70	-4,32	-0,66	0,29	5,89
Nettoskuld/ EBITDA (ggr)	33,86	23,22	18,40	19,49	2,16	49,95	19,23	7,38
Rörelsekapital (mkr)	5557	5030	3956	8804	5028	5474	5872	5909
Rörelsekapital/Tillgångar	80%	59%	42%	67%	44%	43%	42%	40%
Substansvärde (mkr)	1975	3143	3620	6888	5681	6313	7061	8069
Substansvärde/aktie (kr)	194,49	309,50	354,64	647,98	530,19	589,16	658,94	753,09

Kassaflödesanalys (MSEK)

MSEK	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EBIT	106	139	231	3 315	-712	74	246	549
Ej kassaflödespåverkande poster	18	39	34	-3 262	647	1	0	0
Övriga kassaflödesposter	-94	-193	-143	-268	-219	-236	-193	-231
KF. Verksamheten före förändringar i	30	-15	122	-215	-284	-160	53	318
Delta Rörelsekapital	-110	727	-180	1047	-103	427	-455	632
KF. Operationella verksamheten	-80	712	-58	832	-387	267	-403	950
Investeringar i Anläggningstillgångar	8	74	-15	-4	0	0	0	0
Investeringar i projekt	-451	-1778	-680	-1475	-61	-200	-320	-400
Övriga investeringsposter	57	213	-8	-740	-580	65	0	0
KF. Investeringsverksamheten	-386	-1 491	-703	-2 219	-641	-135	-320	-400
Upptagning av obligationer och banksskulder	1354	1917	2 565	2 969	1176	1334	365	1725
Amortering av obligationer och banksskulder	-975	-1670	-2 015	-841	-884	-1155	-426	-1396
Nyemissioner	-24	1036	835	617	57	75	80	100
Utdelningar+ transaktioner med minoritet	-108	-195	-601	-126	-202	-113	-120	-120
KF. Finansieringsverksamheten	247	1 088	784	2 619	147	141	-101	309
Periodens Kassaflöde	-219	309	23	1 232	-881	273	-823	859
Kassa, Ingående balans	609	390	699	722	1 954	1 073	1 346	523
Kassa, Utgående balans	390	699	722	1 954	1 073	1 346	523	1 382

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 Bertil Nilsson och Christopher Solbakke äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.