

## Uppdatering: Kv2 2023

### ALM EQUITY AB

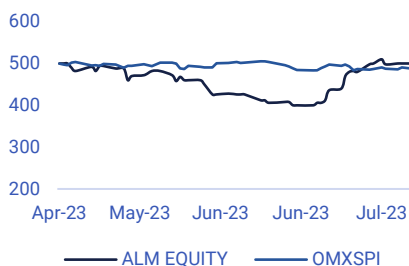
ALM Equity profilerar sig som ett investmentbolag fokuserat på bostadsutvecklande fastighetsbolag i hela värdekedjan med bolag inom de fyra affärsområdena; Fastighetsutveckling, förvaltning, entreprenad, och digitala tjänster. Bolagsportföljen representerar närvaro från bygggrätsförvärv, till produktion och försäljning och slutligen förvaltning av färdiga bostäder.

VD: Joakim Alm  
SO: Maria Wideroth

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

Aktie ser. B, senast: 500 SEK  
Marknadsvärde (Stam): 5 358 MSEK

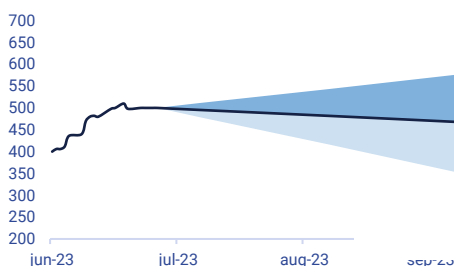
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-24,5	-4,0	-4,9	25,0

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	356	470	578
Upp-/nedsida (%)	-28,8	-6,0	15,7

Källa: S&P Capital IQ and CSQ EQR

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
Senior Equity Analyst

Christopher Solbakke  
Equity Analyst

## Bra resultat i kärnrörelsen- sämre för innehaven

ALM Equity redovisade ett mycket starkt resultat i sin helägda bostadsutvecklingsverksamhet. Samtidigt belastades kv2 2023-resultatet av stora negativa resultatandelar från intressebolag samt förluster på finansiella placeringar. Vi beräknar ett nytt motiverat värde i ALM Equity till 470 kr/stamaktie (551 kr) för de kommande sex till tolv månaderna inom ett intervall från 356 till 578 kronor per stamaktie.

### Bra resultat i helägda rörelsen, men stora förluster på innehavsbolagen

ALM Equitys intäkter i kv2 2023 kom in på för oss oväntat höga 1347 miljoner kronor. Samtidigt begränsade sig motsvarande intäkter i kv1 2023 till 263 miljoner kronor. Vi väljer därför att betrakta intäkterna under första halvåret på ca 1,6 miljarder kronor som mer rättvisande för en rimlig årstakt för försäljningen framöver. Vi justerar vi upp våra intäcks- och resultatprognoser för kv3 och kv4 2023 ganska markant som en följd av de starka siffror som presenterades i kv2 2023-resultatet för kärnrörelsen.

Bruttomarginalen i den helägda rörelsen blev extremt hög i kv 2 2023 (ca 27 procent!), vilket vi inte ser som representativt framöver. En rimlig bruttomarginal för ALM Equitys helägda bostadsutvecklingsrörelse ligger snarare omkring 15 procent på sikt.

Samtidigt redovisade ALM Equity negativa resultatandelar från intressebolag om minus 1535 miljoner kronor samt förluster på finansiella placeringar om 773 miljoner kronor i kv2 2023. Det gjorde att koncernens resultat efter finansnetto blev minus 1992 miljoner kronor i kv2 2023 mot av oss förväntade minus 40 miljoner kronor.

### PwC:s marknadsvärdering av ALM Equitys bolag ned med 24% i kv2 2023

PwC:s marknadsvärdering av dotter- och intressebolag som Klöver, Svenska Nyttobostäder och Aros Bostad med flera summerar sig till 5,1 miljarder kronor per 30 juni 2023, jämfört med 6,7 miljarder kronor per 31 mars 2023.

Innehavet i Klöver har värderats ned kraftigt (från 3,1 till 2,0 miljarder kronor avseende ALM Equitys andel). Detta är kopplat till att NREP blir ny huvudägare i Klöver via en större aktieförsäljning samt riktad nyemission på jämfört med tidigare rabatterade nivåer. ALM Equitys helägda entreprenadbolag 2xA Entreprenad har till följd av beställningar överstigande 1 miljard kronor under perioden 1 april-18 juli 2023 värderats upp från 500 till 1200 miljoner kronor.

### Carlsquares motiverade värde för ALM Equity-aktien sänks till 470 kronor

Vi gör en substansvärdering av Alm Equitys innehav i Svenska Nyttobostäder, Klöver och Aros Bostad samt övriga innehav och nettoskuld till 470 kronor per stamaktie i ALM Equity. Detta kan jämföras med 551 kr/stamaktie som vi kom fram till i vår uppdatering efter kv1 2023-rapporten den 15 maj 2023.

Vår riktkurs varierar från 356 kr/stamaktie i Bear-scenariot (tidigare 384 kr/stamaktie) till 578 kr/stamaktie i Bull-scenariot (tidigare 634 kr/stamaktie). Jämfört med PwC:s värdering per 30 juni 2023 har vi värderat Klöver-innehavet 20 procent högre (2400 miljoner kronor).

### Nyckeltal (MSEK)

MSEK	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning (mkr)	1 759	2 096	6 902	3 410	3 050	3 563
EBITDA (mkr)	231	3 321	1 486	-1 247	429	632
EBIT (mkr)	231	3 315	-712	-1 247	429	632
Resultat efter finansnetto (mkr)	96	3 096	-915	-1 493	167	365
Årets resultat (mkr)	229	3 423	-575	-1 487	159	347
EBITDA-marginal (%)	13,1	158,4	21,5	-36,6	14,1	17,7
Vinst per aktie (kr)	10,5	314,4	-78,6	-108,1	11,6	25,2
P/E	64,2	3,2	neg	neg	43,2	19,8
EV/intäkter	6,2	6,6	1,2	2,7	3,2	2,7
EV/EBITDA	47,5	4,2	5,5	-7,4	22,8	15,4
Nettoskuld (mkr)	4076	3040	2607	3683	4268	4255
Utdelning/stamaktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
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.
- **Stor byggrättsportfölj i Stockholmsområdet.** ALM Equity driver upp sina bolag med målet att expandera sin byggrättsportfölj. Sett till storleken på byggrättsportföljen är ALM Equity en av de större bostadsutvecklarna i Stockholmsregionen. Innan koncernens apportemissioner i Klöver och Aros Bostad helägde ALM Equity ca 18 000 byggrätter. Idag delägar ALM Equity en större del av byggrätterna via aktieinnehav i Klöver och Aros Bostad.
- **Goda tillväxtförutsättningar för innehavsbolagen på sikt.** Till följd av ett högre ränteläge och stigande avkastningskrav på marknaden samt inflationstryck uppåt på byggmaterial har aktier i bostadsutvecklingssektorn handlats ned och ALM Equity är inget undantag. Innehavsbolagen i koncernen (Klöver och Svenska Nyttobostäder) har utvecklats till att ha oberoende affärsmodeller med egna strategier och finansieringsmodeller, medan Aros Bostad har haft det från första början. Omstruktureringen i Svenska Nyttobostäder samt kapitaltillskottet från den nye ägaren (NREP) i Klöver) ökar förutsättningarna att värdeoptimera under kommande år.

---

## Styrkor

- Väl positionerade med produktion orienterat mot hyresfastigheter
- Stark finansiell ställning med ett begränsat behov av ytterligare kapitaltillskott.
- 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 (NREP) 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 stigande byggmaterialpriser
- Svårigheter att refinansiera bolagets obligationslån
- Ökande avkastningskrav på fastigheter kan leda till värdenedskrivningar på byggrätter

## Kv2 2023-Utfall jämfört med prognoser

Intäkter från Fastighetsutvecklings- och entreprenadverksamheterna kom in på 1347 miljoner kronor i kv2 2023. Det kan jämföras med vår prognos på 366 miljoner kronor. I kv1 2023 redovisade Alm Equity intäkter på 263 miljoner kronor. Det är alltså en ovanligt kraftig svängning i byggstarterna och därmed intäkterna som vi bevittnar.

Bruttoresultatet kom in på 373 miljoner kronor i kv2 2023 jämfört med vårt estimat på 20 miljoner kronor. Det är en mycket hög bruttomarginal. På sikt ser vi 15 procent marginal som ett rimligt lönsamhetsmål för ALM Equitys helägda rörelse.

Alm Equitys kv2 2023-resultat belastades med negativa resultatandelar från intressebolag om minus 1535 miljoner kronor samt förluster på finansiella placeringar om minus 773 miljoner kronor. Sammantaget ledde det till ett negativt resultat efter finansnetto för ALM Equity-koncernen på minus 1992 miljoner kronor mot av oss förväntade minus 40 miljoner kronor.

PwC:s marknadsvärdering av ALM Equitys dotter- och intressebolag minskade till 5,1 miljarder kronor per 30 juni 2023 jämfört med 6,7 miljarder kronor per 31 mars 2023. Det ger ett substansvärde om 380 kronor per stamaktie i ALM Equity jämfört med 508 kronor per 31 mars 2023. ALM Equitys innehav i Klövern har värderats ned av PwC från 3,1 miljarder kronor per 31 mars 2023 till 2,0 miljarder kronor per 30 juni 2023. Det kan jämföras med 2,6 miljarder kronor som vi kom fram till som ett marknadsvärde på de aktier som ALM Equity kommer att sälja respektive behålla, i ett Mrkt BUZZ som Carlsquare publicerade den 4 juli 2023.

## Prognoser

Med anledning av utfallet i ALM Equitys kv2 2023-rapport, bolagets guidning samt vår syn på fastighets- och bostadsutvecklingsmarknaden framöver justerar vi våra prognoser för kommande fyra kvartal (kv3 2023-kv2 2024) enligt nedan. Vi utgår i våra intäktsprognoser från halvårsutfallet 2023 för koncernens intäkter.

### Prognosförändringar, kv3 2023-kv2 2024

MSEK	2023/2024 tidigare				2023/2024 Nya				Avvikelse.%			
	Kv3 2023	Kv4 2023	Kv12024	Kv2 2024	Kv3 2023	Kv4 2023	Kv12024	Kv2 2024	Kv3 2023	Kv4 2023	Kv12024	Kv2 2024
Nettoomsättning	751	627	460	414	800	1 000	650	800	6%	59%	41%	93%
COGS	-711	-562	-420	-369	-760	-900	-598	-720	-7%	-60%	-42%	-95%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>40</b>	<b>65</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>40</b>	<b>100</b>	<b>52</b>	<b>80</b>	<b>-1%</b>	<b>53%</b>	<b>31%</b>	<b>81%</b>
SG&A + övriga rörelseposter	-26	-22	-40	-31	-24	-25	-28	-35	8%	-14%	31%	-12%
Resultat från intressebolag + avyttringar	4	4	6	6	-200	50	55	59	-5132%	1069%	768%	829%
<b>EBITDA</b>	<b>18</b>	<b>48</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>-184</b>	<b>125</b>	<b>79</b>	<b>104</b>	<b>-1111%</b>	<b>161%</b>	<b>1264%</b>	<b>436%</b>
<b>EBIT</b>	<b>18</b>	<b>48</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>-184</b>	<b>125</b>	<b>79</b>	<b>104</b>	<b>-1111%</b>	<b>161%</b>	<b>1264%</b>	<b>436%</b>
Finansnetto	-58	-56	-51	-48	-62	-64	-59	-69	-6%	-15%	-14%	-44%
Orealiserade värdeförändringar	0	0	0	0	0	0	0	0	nm	nm	nm	nm
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-40</b>	<b>-8</b>	<b>-46</b>	<b>-29</b>	<b>-246</b>	<b>61</b>	<b>20</b>	<b>35</b>	<b>-514%</b>	<b>885%</b>	<b>144%</b>	<b>222%</b>
Skatt	0	0	0	0	0	-2	-1	-2	nm	nm	nm	nm
<b>Periodens resultat</b>	<b>-43</b>	<b>-11</b>	<b>-49</b>	<b>-32</b>	<b>-246</b>	<b>59</b>	<b>20</b>	<b>33</b>	<b>-472%</b>	<b>645%</b>	<b>140%</b>	<b>203%</b>
<b>EPS</b>	<b>-2,99</b>	<b>-0,58</b>	<b>-1,30</b>	<b>-0,88</b>	<b>-17,94</b>	<b>3,19</b>	<b>0,92</b>	<b>3,13</b>	<b>-500%</b>	<b>649%</b>	<b>171%</b>	<b>457%</b>
Andelar i intressebolag	6 401	7 061	7 061	7 356	5 071	5 121	5 176	5 235	-21%	-27%	-27%	-29%
Utvecklingsfastigheter + övriga	2 400	1 870	2 268	2 297	2 872	2 972	3 072	3 192	20%	59%	35%	39%
Kassa	1 039	1 346	1 060	884	670	604	532	333	-36%	-55%	-50%	-62%
EK	5 756	6 391	6 373	6 645	3 475	3 489	3 472	3 485	-40%	-45%	-46%	-48%
Räntebärande lån	4 218	4 229	4 349	4 290	4 109	4 120	4 240	4 181	-3%	-3%	-3%	-3%
Nettoskuld	3 180	2 883	3 288	3 406	3 440	3 516	3 708	3 849	8%	22%	13%	13%
Soliditet	46%	50%	49%	50%	35%	35%	34%	35%	-25%	-30%	-29%	-30%
Nettoskuld/EBITDA	175	60	568	176	-19	28	47	37	-111%	-53%	-92%	-79%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Ägandebolag och Värdering

Via en substansvärdering kommer vi fram till ett motiverat värde om 470 kronor per stamaktie i Alm Equity (tidigare 551 kr/stamaktie) i vårt Bas-scenari. Detta motiverade värde varierar från 356 kronor per stamaktie i Bear-scenariot till 578 kronor per stamaktie i Bull-scenariot.

## 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.

- Givet en prognos för det driftnetto som Svenska Nyttobostäders fastighetsportfölj väntas generera per 31 december 2025 på 530 miljoner kronor och ett direktavkastningskrav från investerare om 4,5 procent samt med avdrag för preferensaktiekapital i bolaget får vi ett nuvärdesberäknat substansvärde på 1558 miljoner kronor för Alm Equitys andel i Svenska Nyttobostäder. Våra Bear- och Bull-scenarion motsvarar 4,0 respektive 5,0 procent antaget direktavkastningskrav från köpande investerare.
- Vi uppskattar ett marknadsvärde på 2400 miljoner kronor för Alm Equitys i Klöver efter att NREP blivit ny huvudägare i bolaget. Vi varierar vårt värde enligt Base Case till 85 och 115 procent av ALM Equitys kvarvarande aktievärde på 1250 miljoner kronor (efter försäljning av aktier för 1150 miljoner kronor till NREP) i Bear- och Bull-scenarierna.
- Aros-innehavet har vi värderat till börsvärdet på stam- och preferensaktier (413 miljoner kronor) plus marknadsvärdet på befintliga och tillkommande konvertibler i Aros (167 plus 147 miljoner kronor) lika med 727 miljoner kronor.
- ALM Equitys utvecklingsfastigheter har vi värderat till 3000 miljoner kronor i Base Case, som vi sedan varierat till 80 och 120 procent av detta värde i Bear- och Bull Case. Det bokförda värdet per 30 juni 2023 var 2547 miljoner kronor. Vi har tagit ALM Equitys försäljning av utvecklingsfastigheter för 1,4 miljarder kronor i maj 2023 till Svenska Nyttobostäder som en indikation på att det finns ett visst övervärde i fastigheterna.
- Vi kommer fram till ett substansvärde om 470 kronor per stamaktie i Alm Equity i vårt Base Case (efter avdrag för preferensaktiekapital i bolaget). Detta substansvärde varierar från 356 kronor per stamaktie i Bear Case till 578 kronor per stamaktie i Bull Case.

## Substansvärdering av Alm Equity

MSEK	Rapporterad	Rapporterad	Justering	Base	Bear	Bull
	NAV	ALMs Andel	NAV	ALMs Andel	ALMs Andel	ALMs Andel
<b>Förvaltning</b>						
Klövern (46%)	5 600	2 000	2 000	2 400	2 213	2 588
Svenska Nyttobostäder (38%)	3 500	1 300	1 300	1 558	1 398	1 757
<b>Projektutveckling</b>						
Aros Bostad (19%)	2 000	400	700	727	727	727
ALM Småa	500	500	500	500	425	575
<b>Entreprenad</b>						
2XA Entreprenad (80%)	1 200	1 200	1 200	1 200	1 000	1 300
Övriga tillgångar	-600	-600	-600	-350	-350	-350
<b>Summa NAV, innehav</b>	<b>12 200</b>	<b>4 800</b>	<b>5 100</b>	<b>6 035</b>	<b>5 413</b>	<b>6 597</b>
<b>Utvecklingsfastigheter</b>				<b>3 000</b>	<b>2 400</b>	<b>3 600</b>
<b>Nettoskuld per 30 juni 2023</b>				<b>-2 798</b>	<b>-2 798</b>	<b>-2 798</b>
<b>Preferensaktier</b>				<b>-1 200</b>	<b>-1 200</b>	<b>-1 200</b>
Marknadsvärde				5 037	3 815	6 199
Utgående aktier, ALM Equity (m)				10,71	10,71	10,71
<b>Värde/Aktie</b>				<b>470</b>	<b>356</b>	<b>578</b>

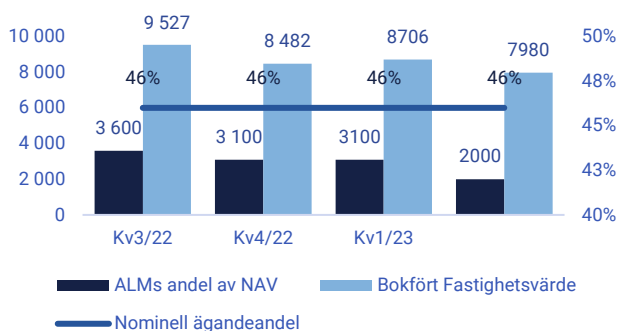
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Fastighetsförvaltning

### Klövern

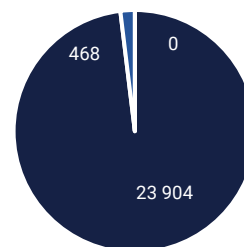
Klövern är ett bolag som ALM Equity bildade med Corem i kv1 2021. Klövern ska utveckla, äga och förvalta hyresbostäder i Stockholm. Vid bildandet tillförde ALM Equity ca 11 000 byggrätter och ett kapitaltillskott på 345 miljoner kronor mot en ägarandel om 49 procent. Därefter har Alm Equitys ägarandel minskat till 46 procent efter en apportemission från Broskeppet. Den 3 juli 2023 meddelades att nuvarande ägare i Klövern säljer 51 procent av aktierna i Klövern till NREP för 2,5 miljarder kr, varav ALM Equitys andel blir ca 1,2 miljarder kronor. I augusti 2023 genomförs en riktad nyemission på 1 miljard kr till NREP som därefter kommer att äga 65 procent i Klövern, medan ALM Equitys andel minskar till 16 procent.

#### Värdeutveckling (MSEK) och ägarandel (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

#### Fastighetsportfölj, baserat på enheter



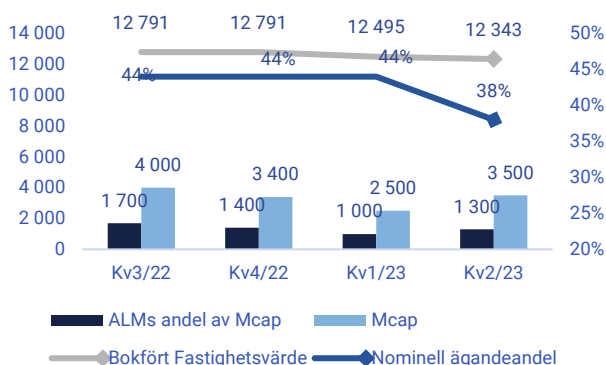
■ Ej produktionsstartade ■ I förvaltning ■ Under produktion

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Svenska Nyttobostäder

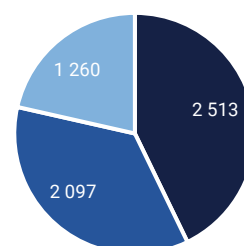
Svenska Nyttobostäder är ett noterat förvaltningsbolag som äger och förvaltar nyproducerade bostadsfastigheter i kommunikationsnära lägen i Stockholmsområdet. Hyresgästerna kan vara företag, myndigheter och privatpersoner där Blockuthyrning till de två förstnämnda kategorierna hittills har varit vanligast. 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. Den 2 maj 2023 genomfördes en transaktion med ALM Små Bostad som säljare till Svenska Nyttobostäder, mot betalning i stamaktier, vilket gav ett kapitaltillskott på 2,3 miljarder kronor till Svenska Nyttobostäder. ALM Equitys ägande uppgår därefter till 38 procent. Under juli 2023 genomförs en företrädesemission om 250 miljoner kronor till kurs 35 kronor per aktie. Svenska Nyttobostäder har ett börsvärde på ca 3,5 miljarder kronor.

#### Värdeutveckling och ägarandel, MSEK



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	530
Yield	4,50%
Implicit fastighetsvärde 2025	11 778
Belåningsgrad	55%
Skulder	-6 478
<b>NAV, 2025</b>	<b>5 300</b>
Antal år	2,45
WACC	10%
<b>Nuvärde, NAV</b>	<b>4 198</b>
Preferensaktier	-99
<b>ALM's ägarandel (37,5%)</b>	<b>1 558</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Känslighetsanalys substansvärde (MSEK)

WACC	Genomsnittlig direktavkastning				
	4,00%	4,25%	4,50%	4,75%	5,00%
1 558	1 819	1 709	1 612	1 525	1 447
8,5%	1 798	1 690	1 594	1 508	1 431
9,0%	1 777	1 671	1 576	1 491	1 414
10,0%	1 757	1 652	1 558	1 474	1 398
10,5%	1 737	1 633	1 540	1 457	1 382
11,0%	1 718	1 615	1 523	1 441	1 367
11,5%	1 699	1 596	1 506	1 424	1 351

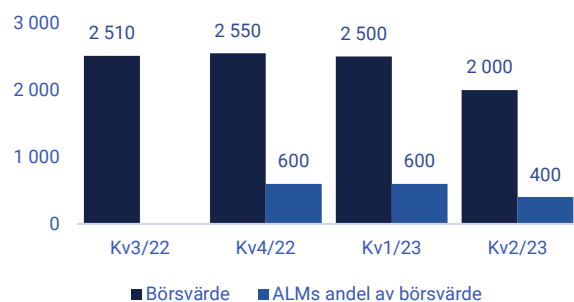
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Fastighetsutveckling

### Aros Bostadsutveckling

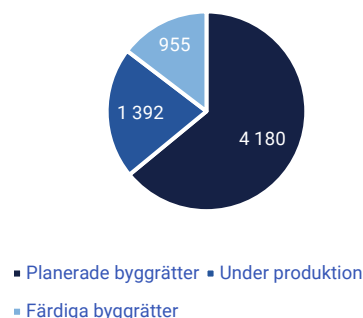
Aros Bostad är ett noterat bostadsutvecklingsbolag som erbjuder högkvalitativa bostäder i kommunikationsnära områden i Storstockholm, Uppsala och Mälardalen. Under kv4 2022 appporterade ALM Equity in en byggrättspportfölj till ett värde av 1465 MSEK, innehållande 23 projekt och ca 1500 byggrätter. Det gav ALM Equity 35 procent ägarandel i Aros. I samband med denna transaktion flyttade tio medarbetare från ALM Equitys fastighetsutvecklingsverksamhet över till Aros. ALM Equity äger nu ca 19 procent av stamaktierna i Aros. Alm Equitys post består av ca 8,47 miljoner stamaktier, ca 2,26 miljoner preferensaktier och ca 5,46 miljoner konvertibler. Vid full konvertering skulle Alm Equitys andel av samtliga stamaktier i Aros öka till ca 26 procent. Därutöver har Alm Equity en kommande leverans av ytterligare ca 4,79 miljoner konvertibler som vid full konvertering kan öka bolagets ägarandel i Aros till 32 procent.

### Värdeutveckling och ägarandel (MSEK) i Aros



Källa: Bolagsinformation och Holdings.

### Aros projektportfölj, baserat på enheter

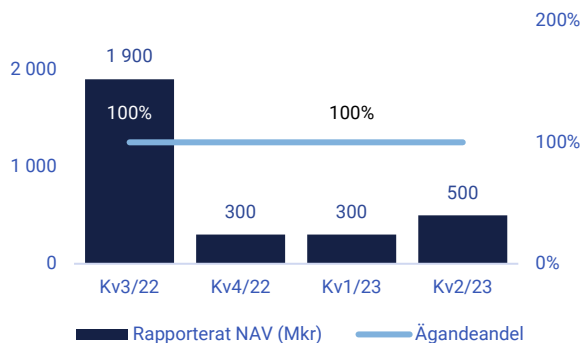


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## ALM Småa Bostad

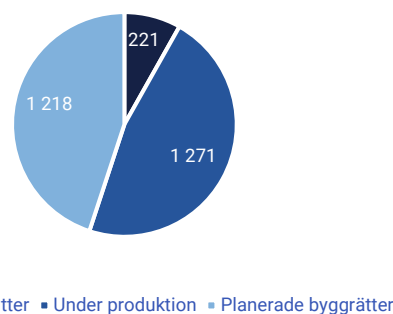
ALM Småa Bostad är fokuserat på större stadsutvecklingsprojekt via fyra helägda varumärkena, ALM Bostad, SMÅA, Järntorget, och ABACUS, utvecklar bostäder i kommunikationsnära lägen. Under 2022 minskade verksamheten i ALM Equity väsentligt då ett stort antal byggrätter apporderades in Klöver och Aros. Omkring tio tidigare medarbetare i ALM Equity flyttade då till Aros, medan ungefär 20 medarbetare gick över till Klöver. Byggrättsportföljen håller på att reduceras kraftigt genom en avyttring av 13 bostadsrättsprojekt till Svenska Nyttobostäder i maj 2023 samt i en kommande försäljning av 1054 enheter till Aros Bostad.

### Rapporterat NAV (MSEK) och ägarandel (%)



Källa: Bolagsinformation, S&P Capital, CSQ EQR

### Projektportfölj, baserat på enheter



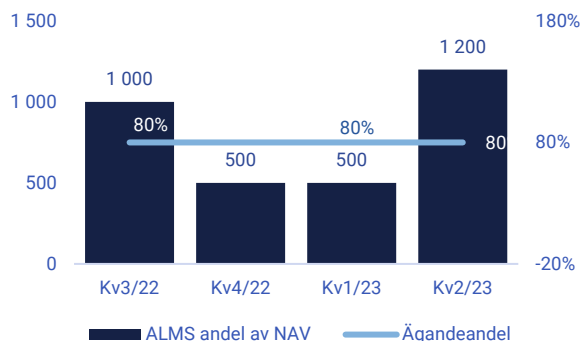
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare. Notering: 942 enheter avses till Aros

## Entreprenad

### 2xA Entreprenad

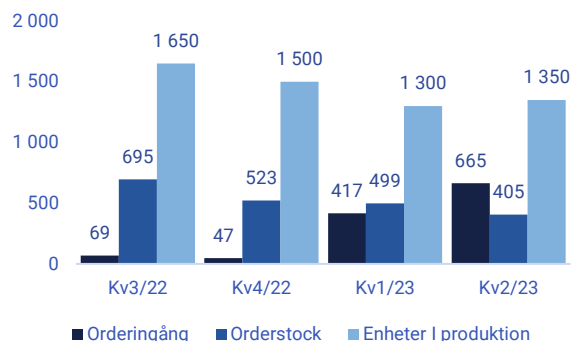
2xA erbjuder totalentreprenad för ny, till- och ombyggnationer av fastigheter. Historiskt har bolaget kontraherats till 100 procent internt av ALM Equitys fastighetsutvecklingsverksamhet. 2xA Entreprenad fick i juli 2023 ett entreprenadkontrakt på 430 miljoner kronor från Klöver. Bolaget fick också order från fyra externa beställare till ett sammanlagt värde av 1120 miljoner kronor under första halvåret 2023. Detta måste betraktas som ett genombrott på den svenska byggentreprenadmarknaden, vilka också speglas i PwC:s marknadsvärdering av bolaget som har ökat från 500 miljoner kronor den 31 mars 2023 till 1200 miljoner kronor per 30 juni 2023.

### 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 kopplade till målobjekten och det varaktiga värdet av desamma. Det finns även risker kopplade till ALM Equitys bedömning av framtidsutsikterna för Corem, NREP och Broskeppet som är bolagets samarbetspartner i Klöver samt av Aros Bostad dit ALM Equity under kv4 2022 apportionerade in en byggrättsportfölj i utbyte mot ett större 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. En entreprenadrörelse har även etablerats, vilket innebär att koncernen täcker hela värdekedjan inom bostadsutveckling. Skulle Joakim Alm lämna koncernen (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 intressebolagen.

### Kostnad och kvalitet i byggproduktionen

En central del av ett bostadsutvecklingsbolags förädlingsvärde består i att hålla nere produktionskostnaden för de lägenheter som färdigställs. Detta uppnås genom att upphandla entreprenadarbetena i konkurrens, där olika avtalsformer kan väljas. En totalentreprenad ger säkra fasta kostnader för ett projekt. ALM Equity låter en modulbyggare genomföra en del av byggnationen exklusive markanläggningen. 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 med där hänsyn också tas till byggkostnaderna. 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	3 410	3 050	3 563
Övriga intäkter	0	0	0	3 161	0	3	0	0
Kostnad såld vara	-2 062	-1 394	-1 438	-1 934	-5 175	-2 862	-2 756	-3 086
<b>Bruttoresultat</b>	<b>252</b>	<b>287</b>	<b>321</b>	<b>3 323</b>	<b>1 727</b>	<b>551</b>	<b>294</b>	<b>476</b>
Övriga rörelsekostnader	-145	-143	-118	-168	-121	-112	-109	-125
Resultat från intressebolag	-1	-5	28	160	-2 318	-1 686	244	281
<b>EBITDA</b>	<b>123</b>	<b>173</b>	<b>265</b>	<b>3 353</b>	<b>-674</b>	<b>-1 247</b>	<b>467</b>	<b>670</b>
<b>EBIT</b>	<b>106</b>	<b>139</b>	<b>231</b>	<b>3 315</b>	<b>-712</b>	<b>-1 247</b>	<b>429</b>	<b>632</b>
Finansnetto	-93	-125	-135	-219	-203	-246	-262	-267
Orealiserade värdeförändringar	3	418	137	361	257	0	0	0
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>16</b>	<b>432</b>	<b>233</b>	<b>3 457</b>	<b>-658</b>	<b>-1 493</b>	<b>167</b>	<b>365</b>
Skatt	-11	2	-4	-34	83	6	-8	-18
<b>Nettoresultat</b>	<b>5</b>	<b>434</b>	<b>229</b>	<b>3 423</b>	<b>-575</b>	<b>-1 487</b>	<b>159</b>	<b>347</b>
Moderbolagets aktieägare	16	278	194	3 386	-717	-1 190	127	278
Innehav utan bestämmande inflytande	-11	156	35	37	141	-297	32	69
<b>Vinst per aktie</b>	<b>1,58</b>	<b>19,53</b>	<b>10,53</b>	<b>314,42</b>	<b>-78,63</b>	<b>-108,11</b>	<b>11,57</b>	<b>25,24</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Tillväxt	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	-31%	-27%	5%	19%	229%	-51%	-11%	17%
Bruttoresultat, Just	-57%	14%	12%	-50%	47%	-68%	-46%	62%
EBITDA, Just	-79%	31%	66%	-31%	829%	-184%	-134%	46%
EBITA, Just	-79%	31%	66%	-36%	-581%	76%	-134%	46%
EBIT, Just	-79%	31%	66%	-36%	-581%	76%	-134%	46%
Resultat efter finansnetto, Just	-96%	2600%	-46%	27%	-322%	127%	-111%	118%
Nettovinst	-99%	8580%	-47%	14%	-319%	305%	-107%	116%
Vinst per aktie	0%	0%	-46%	2886%	-125%	37%	-111%	118%

Marginaler	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bruttomarginal	11%	17%	18%	159%	25%	16%	10%	13%
EBITDA	5%	10%	15%	160%	-10%	-37%	15%	19%
EBIT	5%	8%	13%	158%	-10%	-37%	14%	18%
Resultat efter finansnetto	1%	26%	13%	165%	-10%	-44%	5%	10%
Nettomarginal	0%	26%	13%	163%	-8%	-44%	5%	10%

Nyckeltal	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Avkastning på Eget kapital (Hämf. Mb)	1,2%	12,7%	8,3%	57,0%	-14,4%	-40,4%	4,3%	8,9%
Avkastning på Eget kapital	0,2%	13,1%	6,0%	47,8%	-10,0%	-42,6%	4,5%	9,3%
Avkastning på totalt kapital	0,2%	3,3%	2,0%	25,8%	-6,2%	-11,9%	1,2%	2,6%
Räntetäckningsgrad (ggr)	1,0	1,1	1,7	68,1%	-335,8%	-476,5%	159,1%	229,9%
Genomsnittlig ränta	2,6%	3,5%	2,9%	4,5%	5,0%	6,1%	6,0%	5,7%

**Balansräkning (MSEK)**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Imateriella tillgångar	0	0	15	18	19	21	21	21
Övriga materiella tillgångar	10	20	16	14	6	5	5	5
Andelar i intressebolag	19	10	1	3 328	6 295	5 121	5 365	5 646
Fastighetstillgångar	1 212	3 329	5 477	962	166	162	326	270
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>1 241</b>	<b>3 359</b>	<b>5 509</b>	<b>4 322</b>	<b>6 486</b>	<b>5 309</b>	<b>5 717</b>	<b>5 942</b>
Pågående bostadsprojekt och fastigheter	4 939	3 870	2 422	6 214	3 417	2 810	3 027	3 013
Övriga omsättningstillgångar + fordringar	402	574	812	642	542	1 243	1 258	1 276
Likvida medel	390	699	722	1 954	1 073	604	183	525
<b>Summa Omsättningstillgångar</b>	<b>5 731</b>	<b>5 143</b>	<b>3 956</b>	<b>8 810</b>	<b>5 032</b>	<b>4 658</b>	<b>4 469</b>	<b>4 814</b>
<b>TILLGÅNGAR</b>	<b>6 972</b>	<b>8 502</b>	<b>9 465</b>	<b>13 132</b>	<b>11 518</b>	<b>9 967</b>	<b>10 185</b>	<b>10 755</b>
<b>Eget kapital</b>	<b>2 138</b>	<b>3 310</b>	<b>3 790</b>	<b>7 154</b>	<b>5 756</b>	<b>3 489</b>	<b>3 528</b>	<b>3 752</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1 076	1 864	2 920	2 639	2 027	2 499	2 499	2 499
Kortfristiga räntebärande skulder	0	476	0	0	600	1 621	1 785	2 114
Övriga icke räntebärande skulder	3 758	2 852	2 755	3 339	3 135	2 358	2 373	2 390
<b>Summa Skulder</b>	<b>4 834</b>	<b>5 192</b>	<b>5 675</b>	<b>5 978</b>	<b>5 762</b>	<b>6 478</b>	<b>6 657</b>	<b>7 003</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>6 972</b>	<b>8 502</b>	<b>9 465</b>	<b>13 132</b>	<b>11 518</b>	<b>9 967</b>	<b>10 185</b>	<b>10 755</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyckeltal	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Soliditet	31%	39%	40%	54%	50%	35%	35%	35%
Skulder/Eget kapital (ggr)	2,26	1,57	1,50	0,84	1,00	1,86	1,89	1,87
Totala skulder (mkr)	3979	3926	4973	5073	4286	4318	4482	4811
Skulder/Tillgångar	69%	61%	60%	46%	50%	65%	65%	65%
Nettoskuld (mkr)	-3589	-3227	-4251	-3119	-3213	-3714	-4299	-4286
Nettoskuld/ Tillgångar	51%	38%	45%	24%	28%	37%	42%	40%
Nettobelåningsgrad	64%	53%	52%	31%	41%	59%	64%	60%
Räntetäckningsgrad (ggr)	0,13	0,11	0,70	13,70	-4,32	-5,70	0,62	1,33
Nettoskuld/ EBITDA (ggr)	33,86	23,22	18,40	19,49	2,16	-2,97	10,02	6,82
Rörelsekapital (mkr)	5557	5030	3956	8804	5028	3863	3674	4019
Rörelsekapital/Tillgångar	80%	59%	42%	67%	44%	39%	36%	37%
Substansvärde (mkr)	1975	3143	3620	6888	5681	3425	3464	3688
Substansvärde/aktie (kr)	194,49	309,50	354,64	647,98	530,19	311,27	314,83	335,15

**Kassaflödesanalys (MSEK)**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EBIT	106	139	231	3 315	-712	-1 247	429	629
Ej kassaflödespåverkande poster	18	39	34	-3 262	647	1 336	-244	-281
Övriga kassaflödesposter	-94	-193	-143	-268	-219	-275	-270	-285
<b>KF. Verksamheten före förändringar i rörelsekapital</b>	<b>30</b>	<b>-15</b>	<b>122</b>	<b>-215</b>	<b>-284</b>	<b>-186</b>	<b>-85</b>	<b>63</b>
Delta Rörelsekapital	-110	727	-180	1 047	-103	-588	-230	20
<b>KF. Operationella verksamheten</b>	<b>-80</b>	<b>712</b>	<b>-58</b>	<b>832</b>	<b>-387</b>	<b>-774</b>	<b>-315</b>	<b>83</b>
Investeringar i Anläggningstillgångar	8	74	-15	-4	0	0	0	0
Investeringar i projekt	-451	-1 778	-680	-1 475	-61	0	-150	50
Övriga investeringsposter	57	213	-8	-740	-580	65	0	0
<b>KF. Investeringsverksamheten</b>	<b>-386</b>	<b>-1 491</b>	<b>-703</b>	<b>-2 219</b>	<b>-641</b>	<b>65</b>	<b>-150</b>	<b>50</b>
Upptagning av obligationer och bank-skulder	1 354	1 917	2 565	2 969	1 176	1 358	590	1 725
Amortering av obligationer och bank-skulder	-975	-1 670	-2 015	-841	-884	-1 162	-426	-1 396
Nyemissioner	-24	1 036	835	617	57	195	0	0
Utdelningar+ transaktioner med minoritet	-108	-195	-601	-126	-202	-151	-120	-120
<b>KF. Finansieringsverksamheten</b>	<b>247</b>	<b>1 088</b>	<b>784</b>	<b>2 619</b>	<b>147</b>	<b>240</b>	<b>44</b>	<b>209</b>
<b>Periodens Kassaflöde</b>	<b>-219</b>	<b>309</b>	<b>23</b>	<b>1 232</b>	<b>-881</b>	<b>-469</b>	<b>-421</b>	<b>342</b>
<b>Kassa, Ingående balans</b>	<b>609</b>	<b>390</b>	<b>699</b>	<b>722</b>	<b>1 954</b>	<b>1 073</b>	<b>604</b>	<b>183</b>
<b>Kassa, Utgående balans</b>	<b>390</b>	<b>699</b>	<b>722</b>	<b>1 954</b>	<b>1 073</b>	<b>604</b>	<b>183</b>	<b>525</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://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.