

Uppdatering: Kv3 2023

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

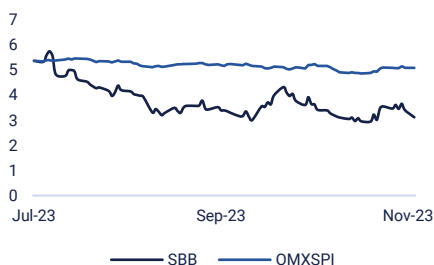
VD: Leiv Synnes
 SO: Lennart Schuss
www.sbbnorden.se

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktiekurs, senast: 3,15 kronor
 Marknadsvärde: 4 582 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
 Reuters Eikon: SBBB.ST

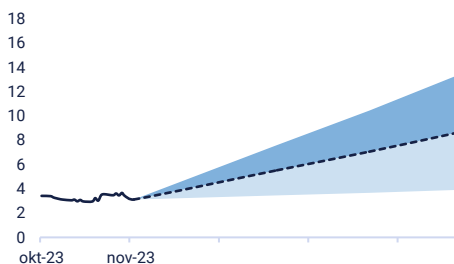
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	-80,9	-81,8	-48,0	-7,7

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	3,9	8,6	13,3
Upp-/nedsida	23%	172%	322%

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Fortsätter att stärka upp verksamheten

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden ("SBB") väntas slutföra Educo-transaktionen och frigöra 8 mdr SEK i intern-lån under kv4 2023. Det finansiella läget är dock fortfarande ansträngt. Samtidigt är bolaget öppet för olika lösningar för att stärka sin likviditet, exempelvis genom att ta in nya delägare i de två helägda fastighetsportföljerna (Bostäder och Samhällsfastigheter). Vi reviderar vår rikt Kurs för SBB:s stamaktie till 8,6 SEK i Bas-scenariot. Det kan jämföras med en rikt Kurs på 10,3 SEK per stamaktie i vår Preview den 24 oktober.

Ledande aktör inom samhällsfastigheter

SBB har efter en femårsperiod av kraftig expansion 2016–2021 valt att från 2022 börja avyttra fastigheter för att kunna möta förfall av obligationslån som inte längre går att refinansiera på rimliga villkor. Koncernen är dock fortfarande en ledande aktör inom samhällsfastigheter och bostäder, främst i Sverige men även i viss mån i Norge. SBB:s fastighetsvärde per 30 september 2023 uppgick till ca 119 mdr SEK och fördelade sig på 73% i Sverige, 17% i Norge, 9% i Finland och 1% i Danmark.

Större nedskrivningar av fastigheter än branschkollegorna

SBB kommer att minska sitt ägande från 51% till 49,8% Educo AB med en utbildningsfastighetsportfölj med ett värde på ca 42 mdr SEK. Därmed frigör SBB 8 mdr SEK i tidigare intern-lån till Educo. Efter att ha fått godkänt av flera parter (bland annat bankerna) förväntar sig företagsledningen att transaktionen stängs i slutet av november 2023.

En styrka som visar sig är att SBB har långa hyreskontrakt med offentliga motparter på i genomsnitt elva år. Vidare att ränteportföljen har en lång duration, vilket gör att bolagets genomsnittliga räntenivå på 2,3% ligger klart lägre än branschkollegornas genomsnittsränta på 3,4% per 30 september 2023.

I kv3 2023-rapporten redovisas en prognos på finansieringskällor kommande tolv månader, investeringar och försäljningar. Här framgår av SBB kommer att lösa in bank- och obligationslån samt företagscertifikat på totalt 13,5 mdr SEK de närmaste tolv månaderna. Samtidigt planerar bolaget att ta upp banklån på 5,0 mdr SEK det närmaste året. Sammantaget visar denna prognos på att bolaget håller på att få kontroll på läget, men att marginalerna för en tillräcklig likviditet är relativt små (vår tolkning). VD Leiv Synnes flaggade i telefonkonferensen för att delägare kan komma att tas in i Sveafastigheter (bostadsportföljen) senast under 2024, vilket skulle stärka upp SBB:s balansräkning.

Bolaget har lagt om redovisningen i kv3 2023-rapporten, men även retroaktivt för de nio första månaderna som att Educo inte längre var konsoliderat i SBB-koncernen. Resultatutfallet var därmed inte jämförbart med våra prognoser. Dock så var värdenedskrivningarna av bolagets fastigheter på ca 3,5 mdr SEK i kv3 2023 procentuellt avsevärt högre än branschkollegorna (2,6% jämfört med 1,1% för sektorn i genomsnitt).

Sänkt rikt Kurs i Bas-scenariot från 10,3 SEK till 8,6 SEK/stam-aktie

Vi gör en sammanvägd värdering av SBB-aktien baserat till 30% på relativ-värdering med fastighetssektorn avseende intjäningsförmåga (P/E-tal), till 30% på kurs/substansvärdes-relationen samt till 40% på en fristående kassaflödesvärdering av SBB. Vi kommer fram till en rikt Kurs för SBB:s stamaktie på 8,6 SEK i Bas-scenariot. Denna rikt Kurs varierar från 3,9 SEK per stamaktie i Bear-scenariot till 13,3 SEK per stamaktie i Bull-scenariot. Liksom tidigare är kassaflödesvärderingen mest känslig avseende antaganden kring bolagets framtida intjäning och projektvinster vad gäller slutresultatet.

Nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Hyesintäkter	5 930	7 447	4 554	4 451	4 679
Driftnetto	4 047	4 881	3 235	3 084	3 243
Resultat efter finansnetto	29 294	-10 548	-18 949	1 921	2 095
Resultat per stam-aktie (SEK)	17,12	-7,26	-12,74	0,26	0,34
P/E	3,9x	neg.	neg.	12,1x	9,2x
EK/aktie (exkl. hybrid) (SEK)	42,5	30,9	14,2	14,9	15,6
P/EK	1,56x	0,56x	0,22x	0,21x	0,20x
Utdelning SEK/stam-aktie	1,32	1,32	0,00	0,00	0,00

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

SBB i Norden redovisade en rapport för kv3 2023 där Educo AB (samhällsfastigheter) har de-konsoliderats retroaktivt från och med 1 januari 2023. Detta trots att försäljningen av 1,2% av aktierna i Educo AB till Brookfield (så att Brookfield kommer upp i 50,2% av aktiekapitalet) väntas slutföras först senare i november 2023. SBB-koncernens intjäningsförmåga har sjunkit till ca 0,40 SEK per stam-aktie enligt våra beräkningar. Substansvärdet ligger däremot ungefär oförändrat på ca 13 SEK per stam-aktie.

På väg mot finansiell stabilitet, men risker kvarstår

SBB hade en kassa på ca 2,2 mdr SEK per 30 september 2023. Men denna är innan försäljning av 1,2% av aktierna i Educo AB för 242 MSEK, där också intern-lån från SBB till Educo på ca 7,8 mdr SEK frigörs för SBB:s del. SBB redovisar finansieringskällor under kommande tolv månader på ca 17,4 mdr SEK där dessa 8 mdr SEK ingår, men även upptagna banklån på 5 mdr SEK. Kapitalanvändningen kommande tolv månaderna beräknas till 18,2 mdr SEK, varav ca 13,5 mdr SEK avser lösen av obligations- och banklån samt företagscertifikat. Uppfylls dessa prognoser kommer SBB:s kassa att minska till ca 1,4 mdr SEK den 30 september 2024.

Det förefaller vara ett relativt ansträngt finansieringsläge för SBB trots Educo-transaktionen. Men bolaget är optimistiska och håller dörren för många olika alternativ som att ta in nya delägare i båda helägda fastighetsportföljerna (Sveafastigheter-Bostäder samt Samhällsfastigheter bestående av vårdfastigheter, kommunhus och offentliga kontor mm).

Värdet av långsiktigt ränte-säkra bolagets lån visar sig nu. SBB:s genomsnittliga ränta på lånen steg från 2,16% per 30 juni till 2,29% per 30 september 2023. Det kan jämföras med att den genomsnittliga räntan på 3,36% för 38 börsnoterade fastighetsbolag i skrivande stund och efter det att kv3-rapporterna lämnats av 34 av dessa företag.

SBB redovisade resultaträkningssiffrorna enligt sin nya koncern-struktur retroaktivt för hela perioden 1 januari-30 september 2023, som om utbildningsfastigheterna i Educo AB (där kanadensiska Brookfield blir majoritetsägare med 50,2% när transaktionen slutförs senare i november 2023) inte hade ingått i SBB-koncernen som helägda från under de nio första månaderna 2023.

Värdeförändringar på SBB:s fastigheter på minus 3522 MSEK under kv3 2023 motsvarar en nedskrivning med 2,6 procent av koncernens fastighetsvärden per 31 december 2022. Det är mer än för övriga 33 börsnoterade svenska fastighetsbolag som i genomsnitt har redovisat 1,1 procent nedskrivning av sina fastighetsvärden under kv3 2023. För de nio första månaderna skrev SBB ned sina fastighetsvärden med ca 8,7 procent jämfört med 34 bolag i sektorn där fastighetsvärdena minskade med 4,1 procent under motsvarande period.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) ägde en fastighetsportfölj värd ca 119 mdr SEK per 30 september 2023. Av dessa var ca 77 mdr SEK helägda samhälls- och bostadsfastigheter, medan Educo AB (ägt till 49,8% från november 2023) hade utbildningsfastigheter för ca 42 mdr SEK. SBB:s hyresgäster är främst olika operatörer inom äldreboende, LSS, sjukhus & vårdcentraler, rättsväsende, kommunhus samt offentliga kontor, medan Educo AB äger utbildningsfastigheter. SBB har hyresavtal som löper på i genomsnitt elva år innan omförhandling.

Investment case, prognoser och värdering

SBB i Norden expanderade sin portfölj av samhällsfastigheter och bostäder snabbt från 2016 till 2021. Sedan 2022 har bolaget tvingats frigöra kapital genom försäljning av fastigheter och andra tillgångar för att hantera det stigande ränteläget och obligationslån som förfaller. Samhällsfastigheter har en lägre motpartsrisk än kommersiella fastigheter, vilket är en fördel när den svenska ekonomin går in i en lågkonjunktur. Vår nya rikt Kurs för SBB-aktien blir 8,6 SEK per stam-aktie i Bas-scenariot, jämfört med 10,3 SEK per stam-aktie i den Preview inför kv3 som publicerades 24 oktober. Vår värderingsmodell består till 60 procent av en multipel-jämförelse med andra fastighetsaktier (P/E på intjäningsförmåga och kurs/substans) samt till 40% av en kassaflödesvärdering av SBB.

Samhällsfastigheter minskar hyresrisken i en lågkonjunktur

SBB i Norden byggde från 2016 till 2021 upp en nordisk fastighetsportfölj med ett bokfört värde på ca 149 mdr SEK den 31 december 2021. Under 2022 övergick SBB till följd av stigande räntenivåer och finansieringsutmaningar för obligationslån som förföll och var svåra att refinansiera till att bli nettosäljare av fastigheter och andra tillgångar. Den största transaktionen var försäljningen av 49% av aktierna i en portfölj med SBB:s utbildningsfastigheter (Educo) med ett bokfört värde på ca 45 mdr SEK i november 2022.

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

Värdemässigt fördelade sig SBB:s fastighetsvärde ca 73% i Sverige, ca 17% i Norge, ca 9% i Finland och ca 1% i Danmark per 30 september 2023.

Offentliga hyresgäster är säkra hyresbetalare med stora lokalbehov. Dessa hyresgäster sitter ofta på långa hyreskontrakt. Kommunala och statliga hyresgäster brukar sitta litet längre i sina lokaler som ofta dessutom är skräddarsydd för verksamheten. De brukar också betala något högre hyra per kvm jämfört med privata hyresgäster.

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

Vi befinner oss idag i en konjunkturavmattning där vakansgraderna visserligen fortfarande är låga, men ändå har börjat stiga främst för butikslokaler. Det tidigare trycket uppåt på hyresnivåerna har upphört (bortsett från indexeringseffekten varje år kopplat till inflationstakten som ligger på ca 6% inför 2024). Väsentligt färre nybyggnadsprojekt startas idag till följd av en kombination av sjunkande fastighetsvärden (högre avkastningskrav från investerare) och stigande byggkostnader. I en sådan marknad är det en fördel att ha hyreskontrakt med många år till nästa omförhandling av hyresnivåerna.

Stabila hyresgäster premieras i osäkra tider.

SBB:s intjäningsförmåga per 30 september 2023

När vi beräknar SBB:s intjäningsförmåga utgår vi från den av bolaget kommunicerade per 30 september 2023. Vi har i nästa steg de-konsoliderat Educo med ett antagande att transaktionen med Brookfield slutförs under senare delen av november 2023. Vi justerar för faktisk överskottsgrad i fastighetsförvaltningen de senaste tolv månaderna samt för bedömda centrala administrationskostnader för kommande tolv månader. Beaktat dessa faktorer minskar SBB:s intjäningsförmåga till 0,40 kronor per stam-aktie före värdeutvecklingsvinster enligt beräkningar som redovisas i nedanstående tabell. I Carlsquares kv3 2023 Preview publicerad den 24 oktober uppskattade vi SBB:s intjäningsförmåga till 0,56 SEK per stamaktie efter en genomförd Educo-transaktion.

SBB-koncernens intjäningsförmåga (MSEK)	30 sep 2023	Educo de-kons.	Carlsquare justeringar	Carlsquare efter just.
Hysesintäkter	6 498	-2 358		4 140
Drifts- och underhållskostnader	-1 368	330	-285	-1 323
Driftnetto	5 130	-2 028	-285	2 817
Central administration	-489		-61	-550
Resultat från intressebolag	208			208
Finansiella intäkter	154	-55		99
Finansiella kostnader	-1 676	284		-1 392
Förvaltningsresultat före utdelning	3 327	-1 799	-346	1 182
Utdelning hybridobligationer	-563			-563
Utdelning D-aktier	-388			-388
Preferensaktier i SBB Residential Property	-307			-307
Resultat hänförligt till Educo AB	-712	1 436		724
Förvaltningsresultat hänförligt till stamaktieägare	1 357	-363	-346	648
Avgår 10% schablonskatt på förvaltningsresultatet	-136	36	35	-65
Förvaltningsresultat efter skatt (stamaktieägare)	1 221	-327	-311	583
Vinst per aktie (SEK)	0,84			0,40
Räntetäckningsgrad	305%			175%

SBB: s substansvärde per 30 september 2023

Nedan visar vi vår beräkning av substansvärde i SBB:s stamaktier per 30 september 2023. Återläggning av ca 76% av uppskjuten skatt har gjorts, vilket motsvarar 5% antagen latent skatteskuld jämfört med 20,6% svensk bolagsskatt. Vi har subtraherat goodwill hänförlig till uppskjuten skatt från redovisade värden för uppskjuten skatt i SBB-koncernens balansräkning per 30 september 2023. Vad gäller SBB:s D-aktier har vi antagit att återköp av dessa kan ske till i genomsnitt 10 SEK per aktie, jämfört med en aktuell börskurs på 3,39 SEK. Givet dessa antaganden kommer vi fram till ett substansvärde på 13,11 SEK per stamaktie i SBB per 30 september 2023 enligt nedan.

SBB-koncernens substansvärde (MSEK) per 30 september 2023:	
Bokfört eget kapital	50 354
Hybridobligation	-16 815
Innehav utan bestämmande inflytande	-12 393
Eget kapital hänförligt till moderbolaget	21 146
Avgår antaget lösenvärde för D-aktier	-1 939
Återläggning av goodwill	-2 095
Återläggning ca 76% av uppskjuten skatt	1 958
Substansvärde	19 071
Do SEK per SBB stamaktie	13,11

Källa: Bolagsinformation, Carlsquare.

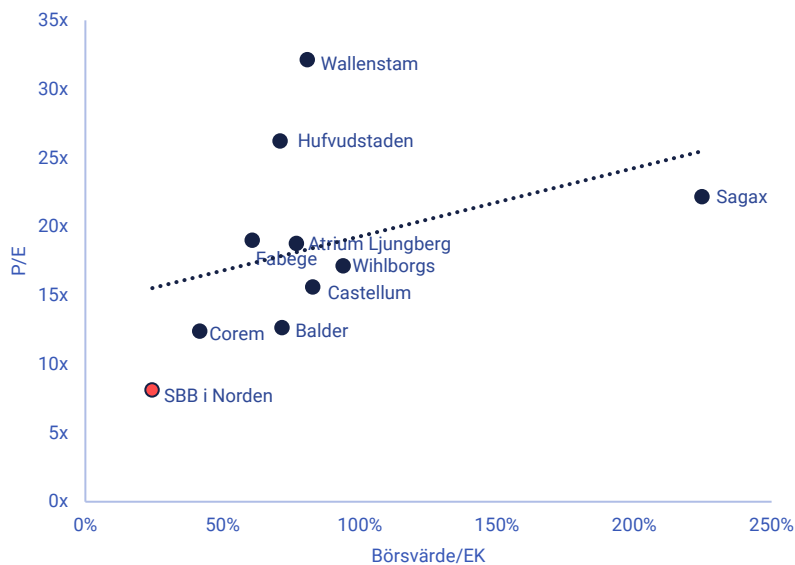
Värdering

Vi har sammanställt nyckeltalen för 38 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedanstående graf illustrerar att SBB-aktien värderas lägst av de större fastighetsbolagen räknat efter både intjäningsförmåga och substansvärde.

I nedanstående två-dimensionella diagram med P/E-värdering i y-led och Börsvärde dividerat med substansvärde i x-led har vi tagit med tio större börsnoterade fastighetsbolag. SBB värderas lägst av dessa större fastighetsbolag, medan Balder och Corem värderas tredje respektive näst lägst av dessa fastighetsbolag. Sagax åtnjuter en kraftig premie-värdering, trots att bolaget också har en stor andel obligationslån. Dessa har dock säkrats på låga räntenivåer med flera års återstående löptid.

I dagens marknad med stigande räntenivåer och svårigheter att refinansiera lån är låg belåning och/eller säkrad finansiering framöver något som betalar sig i form av en hög värdering och vice versa. Den mest intressanta kursrörelsen hittills under 2023 har Castellum-aktien uppvisat. Från att ha värderats till nästan samma låga multiplar som Balder, Corem och SBB tidigare i år har värderingen av Castellum förbättrats väsentligt under året efter beslut om inställd utdelning samt att en nyemission om 10 mdr SEK genomförts.

Nyckeltalsvärdering efter större fastighetsbolag samt kategorier i sektorn



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Ny riktkurs i SBB:s stamaktie på 8,6 kronor i Bas-scenariot

SBB: stamaktie värderas till en substansrabatt om ca 76 procent beräknat efter fem procent latent skatt på övervärden fastigheter.

Den svenska börsnoterade fastighetssektorn värderas för närvarande till i genomsnitt 38 procent rabatt på sina substansvärden. 38 börsnoterade fastighetsbolags 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 8x jämfört med fastighetssektorn på 17x 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 då en motiverad rikt Kurs på 8,6 SEK per stamaktie i basscenariot. Det kan jämföras med 10,3 SEK per stamaktie som blev vår rikt Kurs i kv3 2023 preview den 24 oktober.

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 3,9 SEK per stamaktie, jämfört med 5,9 SEK per stamaktie i uppdateringen från den 24 oktober. 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 till 13,3 SEK per stamaktie, jämfört med 14,6 SEK per stamaktie i vår preview från 24 oktober 2023. I DCF-värderingen enligt Bull-scenariot antar vi att kassaflödena från rörelsen hamnar på 115 procent av nivåerna från Bas-scenariot.

Värdering (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	0,40	0,40	0,40
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt och median)	16,6	13,3	19,9
Motiverat värde, intjäning per aktie	6,7	5,3	8,0
Substansvärde, SBB-aktien (10% skatt på övervärden)	13,1	13,1	13,1
P/NAV fastighetsbolag (genomsnitt och median)	62%	50%	74%
Motiverad värdering på substans per aktie	8,1	6,5	9,7
Motiverat DCF-värde (+/-15% på kassaflödet)	10,4	0,8	19,9
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	8,6	3,9	13,3

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning Kv1 2023-Kv3 2024P (MSEK)

	Kv1 2023	Kv2 2023	Kv3 2023	Kv4 2023	Kv1 2024P	Kv2 2024P	Kv3 2024P
Hyesintäkter	1 151	1 166	1 195	1 042	1 101	1 109	1 116
Driftskostnader	-334	-240	-190	-218	-352	-251	-196
Underhåll	-51	-71	-54	-65	-53	-74	-56
Förvaltningsadministration	0	0	0	0	0	0	0
Fastighetsskatt	-27	-27	-23	-20	-20	-20	-20
Driftsnetto	740	829	927	740	676	764	845
Centraladministration	-142	-158	-284	-250	-225	-203	-182
Förvärvs- och omstruktureringkostnader	-5	-20	-14	0	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	-369	-3 292	-701	243	231	243	238
Rörelseresultat före värdeförändringar	224	-2 641	-72	733	682	804	901
Finansnetto	-315	-268	-215	-325	-308	-329	-350
Övriga finansiella kostnader	-602	-1 626	942	-2	-2	-2	-3
Förvaltningsresultat	-693	-4 535	655	406	373	474	548
Värdeförändringar fastigheter	-1 962	-5 009	-3 522	-2 000	0	0	0
Res. bostadsproduktion och goodwilljust.	-2	-78	-125	0	0	0	0
Värdeförändringar finansiella instrument	-1 199	-750	-136	0	0	0	0
Resultat före skatt	-3 856	-10 372	-3 129	-1 594	373	474	548
Aktuell skatt	-134	-231	-117	56	-13	-17	-19
Uppskjuten skatt	203	1 327	772	183	-43	-54	-63
Periodens resultat	-3 786	-9 276	-2 473	-1 355	317	403	466
Vinst (SEK per aktie)	-4,16	-6,01	-3,51	-1,14	0,01	0,06	0,10
Förvaltningsresultat efter betald skatt	-827	-4 767	538	462	360	457	529
Resultat hänförligt stam A och B	-6 050	-8 744	-5 103	-1 657	20	90	142
Resultat just. för värdeförändringar hänförligt till stam	-2 536	-2 526	970	343	20	90	142

Källa: Bolagsinformation (utfall) och Carlsquare (prognoser). Uppskattning har gjorts på fördelning mellan resultat för kv1 och kv2 2023 enligt nya redovisningen.

Resultaträkning, helår 2021-2025P (MSEK)

Resultaträkning	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Hyresintäkter	5 930	7 447	4 554	4 451	4 679
Driftskostnader	-1 114	-1 567	-982	-1 033	-1 086
Underhåll	-322	-393	-241	-253	-266
Förvaltningsadministration	-317	-465	0	0	0
Fastighetsskatt	-130	-141	-96	-80	-83
Driftsnetto	4 047	4 881	3 235	3 084	3 243
Centraladministration	-290	-433	-834	-774	-681
Förvärvs- och omstruktureringkostnader	-86	-120	-39	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	2 814	-1 866	-4 119	972	1 029
Rörelseresultat före värdeförändringar	6 485	2 462	-1 756	3 282	3 592
Finansnetto	-737	-1 287	-2 404	-1 354	-1 490
Övriga finansiella kostnader	-58	-1 591	-7	-7	-7
Förvaltningsresultat	5 690	-416	-4 167	1 921	2 095
Värdeförändringar fastigheter	21 360	-4 571	-12 493	0	0
Upplösning goodwill & Bost.prod.produktion	-243	-4 001	-205	0	0
Värdeförändringar finansiella instrument	2 487	-1 560	-2 085	0	0
Resultat före skatt	29 294	-10 548	-18 949	1 921	2 095
Aktuell skatt	-247	-294	-427	-67	-73
Uppskjuten skatt	-3 446	1 030	2 486	-221	-241
Periodens resultat	25 601	-9 812	-16 890	1 633	1 781
Förvaltningsresultat efter betald skatt	5 443	-710	-4 594	1 854	2 022
Resultat hänförligt stam A och B	23 697	-10 558	-18 530	380	500
Resultat just. för värdeförändr hänf. stam	93	-426	-3 322	447	574
Tillväxt	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Hyresintäkter	16%	26%	-39%	-2%	5%
Driftsnetto	16%	21%	-34%	-5%	5%
Rörelseresultat före värdeförändringar	94%	-62%	-171%	-287%	9%
Förvaltningsresultat	130%	-107%	902%	-146%	9%
Resultat före skatt	183%	-136%	80%	-110%	9%
Periodens resultat	182%	-138%	72%	-110%	9%
Marginaler	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Överskottsgrad	68%	66%	71%	69%	69%
EBIT-marginal före värdeförändringar	109%	33%	-39%	74%	77%
Förvaltningsresultat-marginal	96%	-6%	-92%	43%	45%
Resultat före skatt-marginal	494%	-142%	-416%	43%	45%
Resultat efter skatt-marginal	432%	-132%	-371%	37%	38%

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

Balansräkning, helår 2021-2025P (MSEK)

Balansräkning	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Immateriella anläggningstillgångar	6 066	5 283	2 717	2 717	2 717
Förvaltningsfastigheter	149 335	135 616	74 740	77 192	80 172
Nyttjanderätt tomträtt	639	829	435	435	435
Inventarier	48	37	102	106	110
Summa materiella anläggningstillgångar	156 088	141 765	77 994	80 450	83 435
Andel i intresseföretag./JV	16 373	12 649	9 243	10 215	11 244
Fordringar hos intressebol./JV	3 885	1 737	896	896	896
Derivat	547	1 696	1 083	1 083	1 083
Finansiella tillgångar, verk. värde	4 530	2 298	804	804	804
Andra långfristiga fordringar	207	939	4 917	4 917	4 917
Summa finansiella anläggningstillgångar	25 542	19 319	16 943	17 915	18 944
Summa anläggningstillgångar	181 630	161 084	94 937	98 365	102 379
Kundfordringar och derivat	219	106	357	305	332
Fordringar intressebol./JV	0	0	0	0	0
Omsättningsfastigheter/finansiella tillgångar	279	156	168	168	168
Övriga fordringar	1 959	1 434	6 577	5 274	5 960
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	540	740	2 881	2 567	2 732
Summa kortfristiga fordringar	2 997	2 436	9 983	8 314	9 193
Kortfristiga placeringar	53	421	184	184	184
Likvida medel	9 837	4 429	5 015	6 841	6 301
Summa omsättningstillgångar	12 887	7 286	15 182	15 339	15 678
Summa tillgångar	194 517	168 370	110 119	113 704	118 057
Summa Eget kapital	82 971	63 337	48 903	50 148	51 541
Skulder till kreditinstitut	21 974	30 496	9 020	9 269	9 571
Obligationslån	51 919	48 310	31 130	31 912	32 863
Derivat	30	971	406	406	406
Uppskjutna skatteskulder	10 428	9 120	3 025	3 246	3 487
Skuld finansiell leasing	639	829	435	435	435
Övriga långfristiga skulder	292	141	444	1 836	3 343
Summa långfristiga skulder	85 282	89 867	44 460	47 104	50 104
Skulder till kreditinstitut	1 758	3 400	4 389	4 528	4 696
Företagscertifikat	11 169	1 111	55	55	55
Obligationslån	1 175	3 768	6 138	6 195	6 264
Leverantörsskulder	181	456	113	60	31
Aktuella skatteskulder	418	310	84	76	72
Övriga skulder inklusive derivat	9 530	4 197	2 683	2 466	2 345
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2 033	1 924	3 295	3 073	2 949
Summa kortfristiga skulder	26 264	15 166	16 757	16 453	16 411
Summa eget kapital och skulder	194 517	168 370	110 119	113 704	118 057
Likviditet	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	11%	16%	60%	51%	56%
Likviditetsgrad	49%	48%	91%	93%	96%
Kassa/kortfristiga skulder	38%	32%	31%	43%	40%
Soliditet	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	-78 744	-83 064	-45 968	-45 368	-47 398
Nettoskuld/EBIT	12,1x	33,7x	-26,2x	13,8x	13,2x
Nettoskuld/EK	95%	131%	94%	90%	92%
Skuld/EK	107%	139%	105%	104%	105%
Soliditet	43%	38%	44%	44%	44%
Lönsamhetsmätt	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Avkastning på eget kapital	49%	-12%	-27%	3%	4%
Avkastning på totalt kapital	25%	-2%	-10%	3%	3%
Avkastning på investerat kapital	22%	-6%	-12%	0%	1%

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	1 025	882	992
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	21	140	-887	1 669	-878
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	2 184	-1 474	-1 124	-499	-278
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	4 620	2 145	-986	2 052	-164
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-55 899	-11 787	-2 564	-2 452	-2 980
Försäljning av fastigheter	20 241	2 374	0	0	0
Investeringar/försäljning inventarier	-31	1	-73	-4	-4
Förvärv/försäljning av dotterbolag			25 411	0	0
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-9 234	537	2 277	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	-3 049	4 055	-9	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	180	4 202	322	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	-169	187	236	133	-728
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-47 962	-430	25 600	-2 323	-3 713
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	0	0	0	0	0
Nettoemission hybridobligationer/konvertibler	1 893	-742	1	0	0
Inlösen preferensaktier och tvingande konvertibel	-20	0	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	58	0	-4	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-1 846	-2 837	-1 756	-388	-388
Nettoförvärv minoritetsandelar	2 528	466	9 038	0	0
Nettoupptagning av lån	32 355	216	-29 264	1 226	1 490
Förändring övriga kort- och långfristiga skulder	4 579	-3 313	-1 075	1 392	1 507
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	39 546	-6 209	-23 060	2 230	2 609
Periodens kassaflöde	-3 796	-4 494	1 554	1 959	-1 268
Likvida medel, periodens börj.	13 606	9 837	4 429	5 015	6 841
Kassaflöde avvecklad rörelse/valutakursförändr.	27	1	-969	-133	728
Likvida medel vid periodens slut	9 837	5 344	5 015	6 841	6 301

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.