Uppdatering: Kv4 2021

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

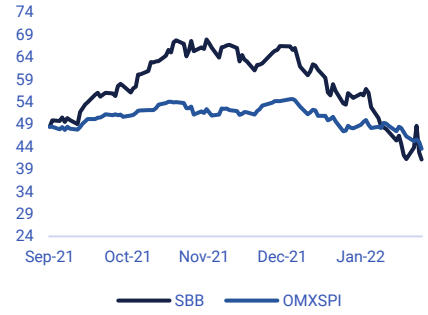
VD: Ilija Batljan
SO: Lennart Schuss
www.sbbnorden.se

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 41,15 kr
Marknadsvärde: 59 838 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
Reuters Eikon: SBBb.ST

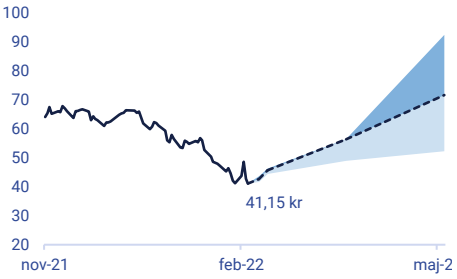
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	51,6	-38,1	-12,5	-23,3

Källa: Thomas Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	52	72	93
Upp-/nedsida	*27%*	*74%*	*125%*

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilson
Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Fortsatta förädlingsvinster i beståndet

Med en värdeökning på fastighetsbeståndet på ca 9,6 miljarder kronor under kv4 2021 överträffade Samhällsbyggnadsbolaget i Norden ("SBB") våra prognoser med 1,1 miljard kronor. Därtill kom intressebolagsandelar som blev ännu större än väntat. Vi höjer vår riktkurs i basscenariot till 72 kronor per stamaktie jämfört med tidigare 70 kronor.

Ledande aktör inom samhällsfastigheter

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 150 miljarder kronor. SBB har under de senaste fem åren dominerat den svenska transaktionsmarknaden inom sina segment (samhällsfastigheter och bostäder) samt har breddat sig mot övriga Norden. Värdemässigt fördelade sig SBB:s fastighetsvärde cirka 75 procent i Sverige och 25 procent i övriga Norden. Bolaget har beslutat att till följd av en alltför hög prisnivå tills vidare pausa planerade investeringar i Tyskland.

Omkring 20 procent värdeökning fastigheter under 2021

SBB redovisade cirka 9,6 miljarder kronor i värdeökningar under kv4 2021 jämfört med vår prognos om 8,5 miljarder kronor. Därtill kom intressebolagsandelar om ca 2,2 miljarder kronor, där vi låg på endast 0,16 miljarder kronor i kv4/2021. För helåret 2022 ligger intjäningsförmågan på 1,1 miljard kronor (före värdeförändringar).

Koncernen har reducerat genomsnittsräntan till 1,11 procent per 31 december 2021. När en del ofördelaktiga lån från Amasten har omförhandlats sjunker räntekostnadsnivån till 1,05 procent. Det ger ett arbitrage på 2,7 procent jämfört med direktavkastningskravet på bolagets fastighetsbestånd. Denna direktavkastning har sjunkit från ca 4,3 procent vid ingången av 2021 till ca 3,8 procent per 31 december 2021 till följd av fortsatta värdeökningar på fastigheterna. Resterande dryga tredjedel av värdeökningen på ca 20 procent per år kan hänföras till ökade driftnetton till följd av bolagets förädlingsstrategi (nyproduktion och renovering med höjda hyror därefter). Grunden för detta är att hyresnivån på begagnade bostäder och samhällsfastigheter endast utgör mellan 50 och 60 procent av motsvarande nyproduktionshyra. Koncernen har byggrätter för 73 000 nya lägenheter, så detta segment har en stor potential till fortsatta värdeökningar och reavinster framöver. Det finns också mycket att göra inom samhällsfastighetssegmentet med byggnation av nya hus åt myndigheter och andra. Hyresavtalens längd med SBBs offentliga hyresgäster ökade under kv4 2021 till följd av portföljförändringar och omförhandlingar från nio till elva år. Koncernens intjäningsförmåga har förbättrats till ca 2,6 kronor per stam-aktie räknat efter 10% schablonskatt. Inklusive målsatta årliga vinstnivåer från fastighetsförädling och transaktioner samt 10% schablonskatt ökar intjäningsförmågan till 5 kronor per stam-aktie.

SBB hade en kassa på cirka 9,9 miljarder kronor inklusive kortfristiga placeringar per 31 december 2021. Det ger företagsledningens incitament att hålla ett fortsatt relativt högt förvärvstempo.

Bättre intjäningsförmåga motiverar högre riktkurs

Vi höjer det motiverade värdet för SBB:s stamaktie i basscenariot till 72 kronor (tidigare 70 kronor). Intjäningsförmågan har bidragit till ett högre värde, medan relativvärderingen av fastighetssektorn har blivit lägre. Det motiverade värdet för stamaktien varierar från 52 kronor i ett Bear-scenario (tidigare 51 kronor) till 93 kronor i ett Bull-scenario (tidigare 90 kronor).

Nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P
Hyresintäkter	1 996	5 121	5 930	7 539	8 491
Driftnetto	1 265	3 479	4 047	5 201	5 860
Resultat efter finansnetto	3 137	10 341	29 465	12 950	13 870
Resultat per stam-aktie (SEK)	3,30	5,74	17,36	7,05	7,36
P/E	7,2x	5,0x	3,8x	5,8x	5,6x
EK/aktie (exkl.hybrid) (SEK)	19,6	28,0	43,0	49,3	55,8
P/EK	1,2x	1,0x	1,5x	0,8x	1,2x
Utdelning SEK/stam-aktie	0,60	1,00	1,32	1,45	1,60

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer på det fjärde kvartalet 2021

SBB lämnade en omvänd vinstvarning den 7 januari 2022 då bolaget guidade om en vinst för helåret inom intervallet 13,70-14,20 kronor per aktie. Värdeförändringarna på fastigheter och än mer resultatandelar på intressebolag visade sig dock vara ännu högre än denna guidning indikerat. Vinst per stamaktie för helåret 2021 uppgick till 17,35 kronor per aktie.

Åtta procent värdeökning under fjärde kvartalet

Hyresintäkterna blev 1 695 miljoner kronor, vilket var 4 procent högre än vår prognos. Här har förvärv under kv4, främst av Amasten, påverkat siffrorna. I den löpande intjäningsförmågan från 1 januari 2022 ligger hyresintäkterna på ca 1 754 miljoner kronor per kvartal.

Driftnettot från fastigheterna uppgick till 1 082 miljoner kronor (2 procent lägre än vårt estimat). Överskottsgraden som blev 64 procent i kv4 2021 och 65 procent i kv4 2020, tenderar att vara lägre i fjärde kvartalet till följd av högre uppvärmningskostnader.

Resultat efter finansnetto på 2 960 miljoner kronor blev 186 procent bättre än vår prognos. Skillnaden bestod i resultat från intressebolag och joint-ventures med 2,2 miljarder kronor. Vi räknar fram att SBB indirekt äger fastigheter för cirka 18 miljarder kronor via dessa samriskbolag. Dessa utgörs av tio strategiska innehav där JM och SBB-Kåpan är de två största, men dessa stod för mindre än 40 procent av de totala resultatandelarna i SBBs kv4-siffror.

Värdeförändringarna på SBBs fastigheter blev cirka 13 procent större än vi hade räknat med. Fördelningen mellan Samhällsfastigheter och Bostäder var ganska jämn sett till ingångsvärden på dessa.

Koncernens genomsnittliga räntekostnadsnivå minskade under kv4 2021 från 1,13 till 1,11 procent. Det nyförvärvade Amasten har några lån med oförmånliga räntevillkor. När dessa är omförhandlade väntas den genomsnittliga räntekostnaden sjunka till 1,05 procent.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) har på fem år expanderat till att idag ha en fastighetsportfölj värd omkring 150 miljarder kronor med huvudsakligen statliga och kommunala hyresgäster. Via nya köp av fastigheter som ger ett arbitrage relativt låga räntekostnader ökar bolagets intjäningsförmåga gradvis. Ytterligare en komponent i bolagets intjäningsförmåga är om- och nybyggnation av samhällsfastigheter och bostäder. Detta understödjs av en stor portfölj med främst bostadsbyggrätter.

Utfall och prognos kv4, 2021 (MSEK)

	Kv4 2021A	Kv4 2021P	Differens
Hyresintäkter	1695	1625	4%
Driftskostnader	-347	-285	22%
Underhåll	-110	-123	-10%
Förvaltningsadministration	-122	-78	56%
Fastighetsskatt	-34	-32	8%
Driftnetto	**1082**	**1108**	**-2%**
Centraladministration	-98	-50	96%
Resultat från intresseföretag/JV	2229	161	1287%
Resultat före finansiella poster	**3213**	**1219**	**164%**
Ränteintäkter och räntekostnader	-201	-185	9%
Kostnader förtidslösen lån	16	0	n.m.
Valutakursdifferenser	-62	0	n.m.
Leasingkostnader	-6	0	n.m.
Resultat efter finansnetto	**2960**	**1034**	**186%**
Värdeförändringar fastigheter	9617	8500	13%
Värdeförändringar derivat	1151	0	n.m.
Resultat före skatt	**13728**	**9534**	**44%**
Aktuell skatt	-87	-95	-9%
Uppskjuten skatt	-1088	-1392	-22%
Periodens resultat	**12553**	**8046**	**56%**
Omräkningsdifferenser	572	0	n.m.
Periodens totalresultat	**13125**	**8046**	**63%**
Vinst per stamaktie (kronor)	8,87	5,37	65%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fortsatt stor potential i bolagets byggrättsportfölj

Fastighetsutveckling bidrar med stora värdeökningar och organisk tillväxt av SBB-koncernens fastighetsbestånd.

SBB fortsätter att leverera resultat från samtliga delar av koncernen; förvaltningen, fastighetsutveckling samt transaktioner. Fastighetsutveckling handlar om allt från att renovera bostäder och kunna höja hyresnivån som en följd av standardhöjningen till att bygga nya fastigheter inte minst för offentliga beställare. Byggrättsutveckling och nyproduktion har ett årligt resultatmål på 2,5 miljarder kronor i SBB-koncernen. Till det kan läggas ytterligare 1 miljard kronor via investering i det befintliga beståndet. Bakom detta ligger en bedömd resultatpotential på befintlig byggrättsportfölj om 21,4 miljarder kronor som normalt sett kan genomföras under en tidsperiod av fem till åtta år. Inklusive JV-samarbeten har SBB-koncernen pågående nyproduktion för ca 18 500 lägenheter.

Det är mot bakgrund av ovanstående man får se en betydande del av de stora värdeökningar som SBB redovisar för sin fastighetsportfölj. Värdeförändringarna motsvarar cirka 20 procent av ingående balans fastighetsvärde samt ett halvårs innehav på investeringar samt köpta och sålda fastigheter under 2021

Direktavkastningskravet för SBB-koncernens fastighetsportfölj minskade under 2021 från ca 4,3 procent vid årets ingång till ca 3,8 procent vid årets slut. Det motsvarar omkring 13 procent värdeökningstakt, vilket alltså indikerar att resterande ca 7 procent värdeökning på fastigheterna utgörs av ökade driftnetton.

Nyheter under kv4 2021 samt 1 januari-23 februari 2022:

En sammanfattning av viktiga händelser under och efter det fjärde kvartalet 2021:

- I november 2021 sålde SBB fastigheter inom social infrastruktur för ca 10 miljarder kronor till ett gemensamt ägt bolag med Kåpan.
- Aktiemajoriteten i den norska fastighetsutvecklaren Solon Eiendom förvärvades av SBB (en ökning från 20 till 83 procent av aktierna i detta bolag). Därefter sålde SBB vidare dessa aktier till ett gemensamägt JV med OBOS (50/50%-ägt).
- SBB förvärvade under kv4/2021 en förskoleportfölj i Norge värd cirka 4,6 miljarder NOK med Trygge Barnehaven som säljare.
- Under fjärde kvartalet 2021 köpte SBB upp det börsnoterade bolaget Amasten, vilket adderade ca 13 miljarder kronor till SBB-koncernens fastighetsportfölj. Detta bidrog också till att andelen bostäder i SBB-koncernen ökade till 35 procent per bokslutsdagen. Amasten har konsoliderats i SBBs räkenskaper från och med 30 november 2021.

Investment case, prognoser och värdering

SBB i Norden har expanderat sin portfölj av samhällsfastigheter kraftigt de senaste fem åren, bland annat genom övertagande av konkurrenterna Hemfosa och Offentliga Hus. Samhällsfastigheter har en lägre motpartsrisk än kommersiella fastigheter, vilket har visat sig värdefullt i den nuvarande konjunkturavmattningen. Bolaget har ett bra arbitrage (cirka 2,7 procent) mellan 3,8 procent i direktavkastning på fastighetsportföljen och 1,1 procent i räntekostnader på koncernens lån. Vi höjer vår riktkurs i Basscenariot från 70 till 72 kronor per stam-aktie i SBB.

Samhällsfastigheter innebär ökad trygghet

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

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 150 miljarder kronor per 31 december 2021. SBB har under de senaste fem åren dominerat den svenska transaktionsmarknaden inom sina segment (samhällsfastigheter och bostäder) samt har breddat sig mot övriga Norden. Värdemässigt fördelade sig SBB:s fastighetsvärde cirka 75 procent i Sverige, cirka 17 procent i Norge, cirka sju procent i Finland och cirka en procent i Danmark per 31 december 2021. Då priserna på fastigheter av bolaget anses ha blivit för höga i Tyskland har det beslutats om att avvakta med investeringar där tills vidare.

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

Offentliga hyresgäster är säkra hyresbetalare med stora lokalbehov och som ofta sitter på långa hyreskontrakt (i genomsnitt elva års löptid i SBB:s kontraktsportfölj- upp från tidigare nio år). Dessa hyresgäster sitter ofta litet längre i sina lokaler som inte sällan är skräddarsydd för verksamheten och betalar i genomsnitt något mer i hyra jämfört med privata hyresgäster.

Stabila hyresgäster premieras i osäkra tider.

Skillnaden mellan segmentet för mer konjunkturkänsliga och offentliga hyresgäster blev tydligare i den konjunkturavmattning som pågick från februari/mars 2020 fram till den tidiga hösten 2021. Tidigare premierades bolag som ägde kontors- och butiksfastigheter i centrala Stockholm och Göteborg där hyresnivån steg snabbt i en stark konjunktur med brist på nya lokaler. Nu är marknaden i balans och det finns inget större tryck uppåt på hyresnivåerna. Samhällsfastigheter är i stort sett opåverkade av denna förändring (med undantag av offentliga kontor, som SBB har minskat på senare tid). Bostäder har fått en renässans som en andra arbetsplats när jobba-hemifrån-trenden har vunnit terräng. Den väntas bestå i viss omfattning även efter att Covid-restriktionerna har släppts.

Fastighetsutveckling

Årliga fastighetsutvecklingskostnader motsvarande en vinst om 1,55 kronor per stam-aktie i SBB

SBB har gradvis höjt sina mål för intjäning via fastighetsutveckling samt renoveringar av bostäder till i samband med kapitalmarknadsdagen den 10 september 2021 mellan 2 000 och 2 500 miljoner kronor och numera 2 500 miljoner kronor. Det motsvarar 1,55 kronor per SBB stamaktie efter 10 procent schablonskatt. Koncernen hade byggrätter inklusive JV-samarbeten om 73 000 lägenheter per 31 december 2021. Givet att koncernen genom förädling (renovering och nyproduktion) lyckas byggrättsvärdena från nuvarande 1450 kronor per kvm BTA till 8000 kronor per kvm motsvarar det ett värde på 21,4 miljarder kronor vilket bör kunna realiseras över en period på fem till åtta år.

Till följd av den fortsatta värdeökningen på bostäder har vinstmöjligheterna förbättrats markant. Framför allt gäller det för den som har finansiering och kan genomföra projekten och sedan sälja dem alternativt behålla dem och ta hem värdestegringsvinsten.

Mycket bra avkastning på bostadsutvecklingsprojekt efter värdeökningar och en ökad efterfrågan

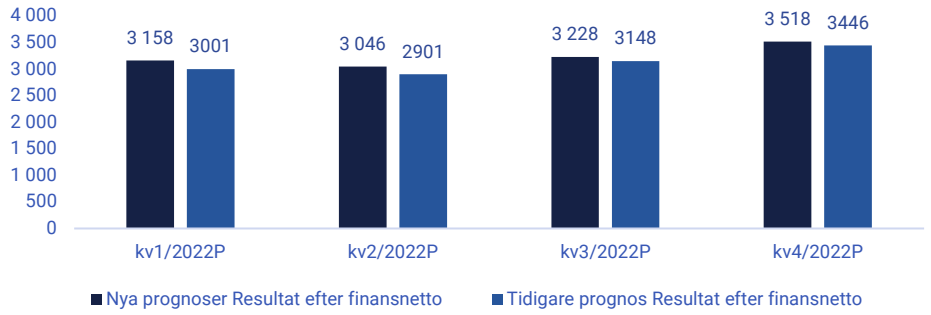
Avkastningen på renoveringar av lägenheter bruka ligga inom intervallet 10-15 procent på obelånat kapital. I praktiken blir avkastningen omkring dubbelt så hög till följd av belåning. En viktig förutsättning är att utgående ”gammal” hyra i SBB-fastigheterna i genomsnitt endast är 50-60 procent av det som kan uppnås efter renovering och/eller nyproduktion.

Det finns en brist på bostäder, skolor, ålderdomshem och fängelser i Sverige samt bostäder främst i stor- och regionstäderna. Det kommer att innebära att SBB kan nyproducera samhällsfastigheter och teckna långa hyreskontrakt, med åtföljande värdetillväxt.

Prognos för kv1-kv4 2022

Vi har i våra prognoser främst utgått från bolagets kommunicerade intjäningsförmåga per 31 december 2021. Vi har även gjort mindre revideringar av våra antaganden beträffande bolagets investeringar och värdeökningar på fastigheter för perioden 2022-2024.

Prognosförändring, resultat efter finansnetto kv1 2022-kv4 2022P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

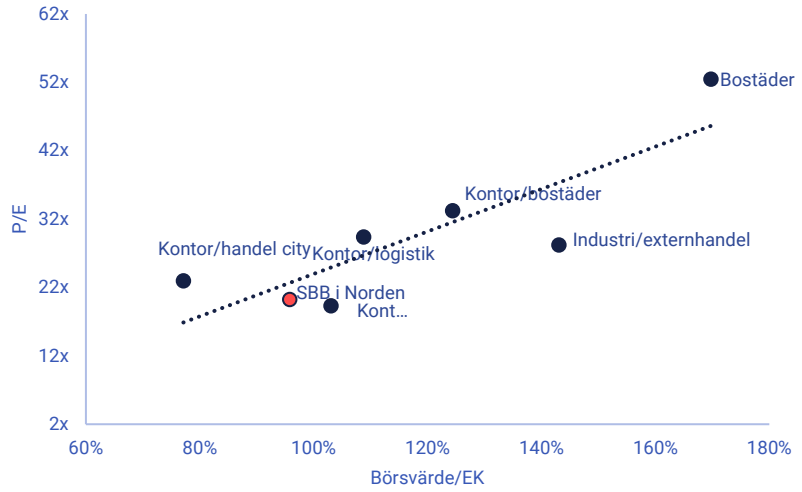
Värdering

Vi har sammanställt nyckeltalen för 37 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedanstående graf illustrerar att SBB-aktien värderas lägre än den övriga svenska fastighetssektorn räknat efter såväl intjäningsförmåga som substansvärde.

Bostadsbolagen värderas i särklass högst, vilket delvis borde slå igenom även på SBB med tanke på att bostadsandelen i bolagets portfölj har ökat till 35 procent.

Då skillnaden i nyckeltal mellan fastighetsbolagen är stor (även inom de olika kategorierna) har vi använt median-värdena för respektive segment i sektorn (kontor, bostäder osv) i grafen nedan.

Nyckeltalsvärdering efter kategori av fastighetsbolag



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Uppjusterad riktkurs i SBB:s stamaktie till 72 kronor i Bas-scenariot

SBB-aktien värderas till en substansrabatt om 4 procent räknat efter fem procent latent skatt på övervärden fastigheter. Den svenska börsnoterade fastighetssektorn värderas till 12 procent substanspremie räknat på medianvärdet och till 31 procent substanspremie med avseende på genomsnittsvärdet. Skillnaden beror framförallt på att bostadsbolagen drar upp kurs/substans-relationen enligt det senare sättet att räkna.

P/E-talsmässigt (värdering av resultat efter 20,6 procent schablonskatt exklusive värdeförändringar på fastigheter och derivat) ligger SBB på P/E 20x jämfört med sektorns på 32x (medianen plus genomsnittet dividerat med två).

Vi gör en sammanvägning av intjäningsförmåga, substansvärdering och kassaflödesvärdet (DCF) med 33 $^{1/3}$ procent vikt vardera för att komma fram till en riktkurs för SBB:s stamaktie.

Vi får en motiverad riktkurs om 72 kronor per stamaktie i basscenariot (tidigare 70 kronor/aktie). Den höjda riktkursen förklaras av en högre intjäningsförmåga. Samtidigt har värderingen av fastighetssektorn fallit tillbaka den senaste månaden vilket sänker relativtdelen i beräkningen av den motiverade riktkursen för SBB-aktien.

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 52 kronor per stamaktie (tidigare 51 kronor/stamaktie). I DCF-värderingen enligt detta scenario antar vi att kassaflödena från rörelsen endast blir 85 procent av nivåerna från Bas-scenariot.

I ett optimistiskt Bull-scenario beräknas ett motiverat värde om 93 kronor per stamaktie (tidigare 90 kronor/stamaktie). I DCF-värderingen enligt Bull-scenariot antar vi att kassaflödena från rörelsen blir 115 procent av nivåerna från Bas-scenariot.

Värdering (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	2,6	2,6	2,6
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt och median)	31,8	25,5	38,2
Motiverat värde, intjäning per aktie	**83**	**66**	**99**
Substansvärde, SBB-aktien (10% skatt på övervärden)	44,6	35,6	53,5
P/NAV fastighetsbolag (genomsnitt och median)	121%	97%	146%
Motiverad värdering på substans per aktie	**54**	**35**	**78**
Motiverat DCF-värde (+/-15% på kassaflödet)	**78**	**56**	**100**
Applicerat på intjäning	33%	33%	33%
Applicerad vikt för substansvärde	33%	33%	33%
Applicerat värde på DCF-värde	33%	33%	33%
Total vikt för båda värderingarna	100%	100%	100%
Värde per aktier I ett basscenario	**72**	**52**	**93**

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning Kv3 2021-Kv4 2022P (MSEK)

	Kv3 2021	Kv4 2021	Kv1 2022P	Kv2 2022P	Kv3 2022P	Kv4 2022P
Hyresintäkter	**1 459**	**1 695**	**1 804**	**1 843**	**1 924**	**1 969**
Driftskostnader	-215	-347	-404	-310	-278	-395
Underhåll	-71	-110	-84	-97	-91	-125
Förvaltningsadministration	-50	-122	-97	-90	-64	-139
Fastighetsskatt	-35	-34	-37	-41	-45	-39
Driftsnetto	**1 089**	**1 082**	**1 181**	**1 304**	**1 446**	**1 271**
Centraladministration	-38	-52	-52	-53	-53	-53
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	-11	-46	0	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	187	2 229	250	275	225	350
Rörelseresultat före värdeförändringar	**1 227**	**3 213**	**1 378**	**1 526**	**1 618**	**1 568**
Finansnetto	-186	-201	-214	-224	-234	-244
Övriga finansiella kostnader	-46	-52	-6	-6	-6	-6
Förvaltningsresultat	**995**	**2 960**	**1 158**	**1 296**	**1 378**	**1 318**
Värdeförändringar fastigheter + upplösning goodwill	4 577	9 608	2 000	1 750	1 850	2 200
Värdeförändringar derivat	115	1 151	0	0	0	0
Resultat före skatt	**5 687**	**13 719**	**3 158**	**3 046**	**3 228**	**3 518**
Aktuell skatt	-55	-87	-32	-30	-32	-35
Uppskjuten skatt	-1 629	-1 088	-461	-445	-471	-514
Periodens resultat	**4 003**	**12 544**	**2 665**	**2 571**	**2 724**	**2 969**
Förvaltningsresultat efter betald skatt	**940**	**2 873**	**1 126**	**1 266**	**1 346**	**1 283**
Resultat hänförligt stam A och B	**3 817**	**12 877**	**2 495**	**2 402**	**2 554**	**2 795**
Resultat just. för värdeförändringar, hänförligt till stam	**-871**	**2 099**	**495**	**652**	**704**	**595**

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

Resultaträkning, helår 2019-2023P (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P
Hyresintäkter	**1 996**	**5 121**	**5 796**	**7 221**	**8 794**
Driftskostnader	-471	-987	-1 041	-1 270	-1 546
Underhåll	-115	-323	-330	-403	-499
Förvaltningsadministration	-104	-217	-270	-329	-393
Fastighetsskatt	-41	-115	-126	-154	-188
Driftsnetto	**1 265**	**3 479**	**4 029**	**5 065**	**6 167**
Centraladministration	-136	-224	-288	-203	-207
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	-83	-52	-40	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	92	144	746	676	696
Rörelseresultat före värdeförändringar	**1 138**	**3 347**	**4 448**	**5 538**	**6 656**
Finansnetto	-380	-807	-717	-821	-1 007
Övriga finansiella kostnader	-113	-66	-304	-20	-21
Förvaltningsresultat	**645**	**2 474**	**3 427**	**4 697**	**5 629**
Värdeförändringar fastigheter + upplösning goodwill	2 453	8 074	14 973	7 800	6 000
Värdeförändringar derivat	39	-207	1 336	0	0
Resultat före skatt	**3 137**	**10 341**	**19 736**	**12 497**	**11 629**
Aktuell skatt	-34	-164	-200	-125	-116
Uppskjuten skatt	-479	-1 093	-2 873	-1 824	-1 698
Periodens resultat	**2 624**	**9 084**	**16 664**	**10 547**	**9 814**
Förvaltningsresultat efter betald skatt	**611**	**2 310**	**3 227**	**4 572**	**5 512**
Resultat hänförligt stam A och B	**2 518**	**7 291**	**14 426**	**10 110**	**9 039**
Resultat just. för värdeför. hänför. stam	**26**	**-576**	**-1 883**	**2 310**	**3 155**
Tillväxt	2019	2020	2021	2022P	2023P
Hyresintäkter	19%	157%	13%	25%	22%
Driftsnetto	18%	175%	16%	26%	22%
Rörelseresultat före värdeförändringar	16%	194%	33%	25%	20%
Förvaltningsresultat	101%	284%	39%	37%	20%
Resultat före skatt	65%	230%	91%	-37%	-7%
Periodens resultat	55%	246%	83%	-37%	-7%
Marginaler	2019	2020	2021	2022P	2023P
Överskottsgrad	63%	68%	70%	70%	70%
EBIT-marginal före värdeförändringar	57%	65%	77%	77%	76%
Förvaltningsresultat-marginal	32%	48%	59%	65%	64%
Resultat före skatt-marginal	157%	202%	340%	173%	132%
Resultat efter skatt-marginal	131%	177%	287%	146%	112%

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

Balansräkning, helår 2019-2023P (MSEK)

	2 019	2020	2021	2022P	2023P
Immateriella anläggningstillgångar	6 687	6 319	6 066	6 066	6 066
Förvaltningsfastigheter	79 542	90 185	149 335	174 773	202 260
Nyttjanderätt tomträtt	445	614	639	639	639
Inventarier	21	22	48	53	61
Summa materiella anläggningstillgångar	86 695	97 140	156 088	181 531	209 026
Andel i intresseföretag/JV	909	2 867	16 373	20 550	25 030
Fordringar hos intressebol./JV	1 142	827	4 107	4 107	4 107
Derivat	73	129	547	547	547
Finansiella tillgångar, verk. värde	459	2 931	4 530	4 530	4 530
Andra långfristiga fordringar	24	0	207	207	207
Summa finansiella anläggningstillgångar	2 607	6 753	25 764	29 941	34 421
Summa anläggningstillgångar	89 302	103 893	181 852	211 471	243 447
Kundfordringar	53	91	219	214	207
Fordringar og intressebol./JV	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	0	279	279	279
Övriga fordringar	791	2 398	1 959	1 830	1 648
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	158	243	540	509	465
Summa kortfristiga fordringar	1 002	2 732	2 997	2 831	2 599
Kortfristiga placeringar	1 041	0	53	53	53
Likvida medel	12 858	13 606	9 837	10 347	10 720
Summa omsättningstillgångar	14 901	16 338	12 887	13 232	13 372
Summa tillgångar	**104 203**	**120 231**	**194 739**	**224 703**	**256 818**
Summa Eget kapital	30 896	52 136	83 832	98 052	112 900
Skulder till kreditinstitut	22 073	11 995	21 974	24 742	27 776
Obligationslån	23 720	34 663	51 919	60 637	70 191
Derivat	25	267	30	30	30
Uppskjutna skatteskulder	6 237	7 172	10 517	12 408	14 433
Skuld finansiell leasing	445	614	639	639	639
Övriga långfristiga skulder	22	1 020	353	353	353
Summa långfristiga skulder	52 522	55 731	85 432	98 809	113 422
Skulder till kreditinstitut	3 912	69	1 758	2 296	2 886
Företagscertifikat	4 944	5 418	11 169	12 173	13 273
Obligationslån	1 442	3 121	1 175	1 805	2 495
Leverantörsskulder	131	117	181	190	202
Aktuella skatteskulder	126	166	418	433	453
Övriga skulder	8 822	2 098	8 741	8 826	8 945
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1 408	1 375	2 033	2 120	2 242
Summa kortfristiga skulder	20 785	12 364	25 475	27 842	30 496
Summa eget kapital och skulder	**104 203**	**120 231**	**194 739**	**224 703**	**256 818**

Likviditet	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Balanslikviditet	5%	22%	12%	10%	9%
Likviditetsgrad	72%	132%	51%	48%	44%
Kassa/kortfristiga skulder	67%	110%	39%	37%	35%

Soliditet	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	-42 637	-42 274	-78 744	-91 891	-106 487
Nettoskuld/EBIT	37,5x	12,6x	12,1x	15,1x	15,7x
Nettoskuld/EK	138%	81%	94%	94%	94%
Skuld/EK	183%	107%	106%	104%	104%
Soliditet	30%	43%	43%	44%	44%

Lönsamhetsmått	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Avkastning på eget kapital	23%	29%	50%	13%	12%
Avkastning på totalt kapital	14%	11%	26%	7%	7%
Avkastning på investerat kapital	10%	9%	22%	6%	5%

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

Kassaflöde, helår 2019-2023P (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	745	2 247	2 415	3 921	4 391
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	-644	-1 720	20	166	233
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	9 501	-7 522	1 636	195	274
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	9 602	-6 995	4 071	4 282	4 898
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-58 258	-15 386	-55 428	-22 763	-24 948
Försäljning av fastigheter	6 672	12 903	20 241	5 125	5 650
Investeringar/försäljning inventarier	-19	-3	-31	-5	-8
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-698	-1 626	-9 235	-3 077	-3 330
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4 295	-73	0	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	432	307	-3 271	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	-1 459	-1 323	180	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	-13	44	-169	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	**-57 638**	**-5 156**	**-47 713**	**-20 719**	**-22 635**
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	13 406	2 784	0	210	0
Nettoemission hybridobligationer/konvertibler	2 444	12 481	1 893	5 000	5 250
Inlösta preferensaktier	-83	0	-20	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	3	0	58	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-484	-855	-1 846	-1 919	-2 109
Nettoförvärv minoritetsandelar	1 581	-2 356	2 528	0	0
Nettoupptagning av lån	41 404	-185	32 302	13 658	14 969
Förändring övriga långfristiga skulder	2 467	1 052	4 931	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	**60 738**	**12 921**	**39 846**	**16 948**	**18 110**
Periodens kassaflöde	**12 702**	**770**	**-3 796**	**510**	**372**
Likvida medel, periodens börj.	157	12 858	13 606	9 837	10 347
Valutakursändring i likvida medel	-1	-22	27	0	0
Likvida medel vid periodens slut	**12 858**	**13 606**	**9 837**	**10 347**	**10 720**

Nyckeltal	2019	2020	2021	2022P	2023P
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	0,37x	0,44x	0,41x	0,52x	0,52x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	0,01x	0,02x	0,01x	0,02x	0,02x
Utdelning kronor per stam-aktie	0,60	1,00	1,32	1,45	1,60

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.