



## Penser Access by Carnegie

Fastighetsutveckling | Sverige | 29 april 2024

# Nivika Fastigheter

## God operativ hävstång och starka finanser

### Q2 visar operativ styrka och hög aktivitet

Hysesintäkterna ökade med 7% till 168 mkr (154) samtidigt som driftnettot steg 16% till 111 mkr (96). Överskottsgraden på R12m var 71% (66%), vilket är en utmärkt indikation på Nivikas operativa hävstång. En positiv nettouthyrning bidrog med 5 mkr och uthyrningsgraden var hög med 96% i kommersiellt bestånd och 98% i bostäder. Förvaltningsresultatet mer än fördubblades till 48 mkr (21) och EPS landade på 0,53 kr (-0,05). Nettobelåningsgraden var 45% (54) efter nyemissionen i december som stärkte finanserna med 511 mkr. Kassan uppgick till 253 mkr i slutet av februari. Ett kommersiellt projekt färdigställdes i Värnamo, 11 mkr i årshyresvärde, och fyra triple-net fastigheter förvärvades till en snittavkastning på 8,2%.

### Stigande överskottsgrad och kort ränteduration ger potential i CEPS-tillväxten

Nivikas årliga intjäningsförmåga i slutet av februari indikerar en överskottsgrad på 73%. Under Q3 och Q4 (mar-aug) färdigställer Nivika projekt med ett årshyresvärde på 27 mkr. Vår bedömning är att överskottsgraden ligger på 85-90%, vilket ger en positiv effekt på fastighetsportföljens totala överskottsgrad. Vi höjer vårt estimat för överskottsgraden från 69% till 71% för prognosperioden fram till 25/26e, vilket ökar förvaltningsresultatet med 16% 24/25e och 9% 25/26e. Vi räknar fortfarande med en snittränta på 5,0%, men vi vill lyfta fram att bolagets ränteduration på 1,6 år kommer att ha en kraftigt positiv påverkan på CEPS när marknadsräntorna börjar röra sig nedåt. Notera att CEPS-tillväxten för 23/24e hämmas av ökat antal aktier på grund av nyemissionen.

### God lokal förankring ger starka konkurrensfördelar

Nivika har starka finanser kombinerat med en god operativ hävstång, vilket gör att bolaget är väl positionerat för att ta tillvara attraktiva möjligheter till fastighetsförvärv på de lokala marknaderna i Småland och på västkusten. Bolagets lokala förankring ger en stark konkurrensfördel. Vår bedömning är att bolaget fortsätter att göra affärer som stärker beståndet på de befintliga orterna och skapar ytterligare kostnadseffektivitet i förvaltningen. Nivikas aktie handlas till P/EPRA NAV på 0,55x, vilket ger en implicit ROE 23/24e på 5,5%, vilket motsvara en spread på 300bps över 5-årsräntan på 2,6%. Baserat på detta nyckeltal sticker Nivika ut som ett av de starkaste bolagen i vår referensgrupp. Nivikas totala fastighetsvärde uppgick till 11 mkr i slutet av februari, vilket ger en direktavkastning på 4,7% baserat på vårt driftsnetto 23/24e.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	22/23	23/24e	24/25e	25/26e	Motiverat värde	38,0 - 46,0 kr	
Hysesintäkter	-1,9%	2,7%	0,0%	612	688	751	775	Aktiekurs	34,7 kr	
PFPM	0,8%	15,6%	8,7%	Hyrestillväxt	16%	12%	9%	3%	Riskenivå	Medel
EPRA NAV	-0,6%	-0,2%	0,0%	Driftnetto	415	491	533	550	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				Överskottsgrad	68%	71%	71%	71%		
Q3 - rapport	04 juli 2024			PFPM	134	190	238	253	<b>Intressekonflikter</b>	
Q4 - rapport	24 oktober 2024			PFPM, tillväxt	17%	18%	8%	3%	Yes	No
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPRA NAV	69,5	63,7	65,7	67,8	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	96m			EPRA NAV, tillväxt	-20%	-8%	3%	3%	Certified adviser	✓
Börsvärde	3 327			CEPS	2,0	2,0	2,1	2,2	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	4 928			CEPS, tillväxt	-32%	-1%	3%	6%		
EV	8 255			P/PFPM per aktie	15,0x	15,3x	14,0x	13,1x		
Free float	40%			P/CEPS	15,3x	17,2x	16,7x	15,7x		
Daglig handelsvolym, snitt	60k			P/EPRA NAV	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x		
Bloomberg Ticker	NIVIB SS EQUITY			Implicit yield	8,9%	8,2%	9,0%	9,4%		
<b>Analytiker</b>				ROE	-	3,1%	3,3%	3,4%		
Mathias Carlson				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
mathias.carlson@carnegie.se				Belåningsgrad	50,2%	47,0%	46,2%	45,4%		
				ICR	1,6x	1,7x	2,0x	2,0x		
				Snittränta	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%		

## Investment case

**Hög yield i beståndet:** Nivika äger fastigheter som kännetecknas av höga kassaflöden, vilket reflekteras av en hög implicit avkastning på eget kapital om ca 5,6% på innevarande år vilket är det högsta i vår referensgrupp. En tredjedel av Nivikas portfölj utgörs av lager-/industrifastigheter, som kännetecknas av höga kassaflöden och långa kontrakt, vilket historiskt har värderats till ett premium på börsen.

**Stabil finansiering:** Nivika genomförde en nyemission i december 2023, vilket löste bolagets utestående obligationer och stärker finanserna. Vi bedömer att en stabil finansiering är en av kursdrivarna för fastighetsaktier i dagsläget, vilket borde kunna leda till att delar av den rabatt Nivika värderas till i dagsläget minskar kommande 6-12 månader.

**Rabatten bör minska:** Nivika värderas i dagsläget på en P/NAV om 0,55x. Vi bedömer att en stor del av rabatten kan komma att reduceras kommande 6-12 månader då Nivika inte längre har några utestående obligationer samt har en stark finansiell ställning som en följd av den genomförda emissionen. Vårt motiverade värde är 38-46 kr.

## Bolagsprofil

Nivika äger totalt ca 200 fastigheter i Jönköping, Växjö, Värnamo och ett antal städer på västkusten. Fastighetsvärdet vid senaste rapporten uppgick till 11,0 mdkr. Det största segmentet, baserat på totalt hyresvärde, är kommersiella fastigheter som står för 60%. Resterande 40% är bostäder. Lager och industrifastigheter utgör 27% av den totala fastighetsportföljen. Bostadsportföljen utgjordes i februari 2024 av 2 590 lägenheter med en uthyrningsbar yta om ca 140 000 kvm. Den uthyrningsbara ytan i det kommersiella beståndet uppgick vid samma tidpunkt till ca 444 000 kvm. Vakansen i bostadsbeståndet uppgick till 2,5% och i det kommersiella beståndet till 4,5%. Bolaget har i dag 600 kommersiella kontrakt där den största motparten står för 4,7% av hyresvärdet. På de orter bolaget har verksamhet är fastighetsbeståndet koncentrerat, vilket möjliggör en stark förvaltning med låga vakanser och stabila överskottsgrader.

Vi anser att bolaget har lyckats med att förvärva fastigheter i attraktiva mikrolägen vilket har resulterat i en portfölj där den vägda, återstående kontraktstiden, ex. parkeringar och bostäder, uppgick till 5,7 år. Vidare är 2/3 av hyresintäkterna kopplade till KPI. Vi anser att kombinationen av lager/industri – med höga stabila kassaflöden – och bostäder – med låg vakansrisk p.g.a. bostadsbrist i berörda kommuner – utgör en attraktiv fastighetsportfölj.

Nivika genomförde i december 2023 en företrädesemission, vilket gör att LTV sjunker till ca 45% vid slutet av innevarande räkenskapsår från 50% vid slutet av föregående år. Nivikas finansiella ställning är god och givet den låga LTVn bör aktien närma sig NAV. Vi anser dessutom att bolaget har relativt låga investeringsbehov framöver, då många av de projekt man inlett befinner sig i slutfasen. Vidare anser vi att risken för nedvärderingar är lägre i Nivika än i många andra fastighetsbolag, då regionstäder inte sett en lika kraftig prisuppgång som andra segment. Även vakansrisken är låg då lager/industri historiskt har långa kontrakt där hyreskostnaden utgör en relativt liten del av omsättningen.

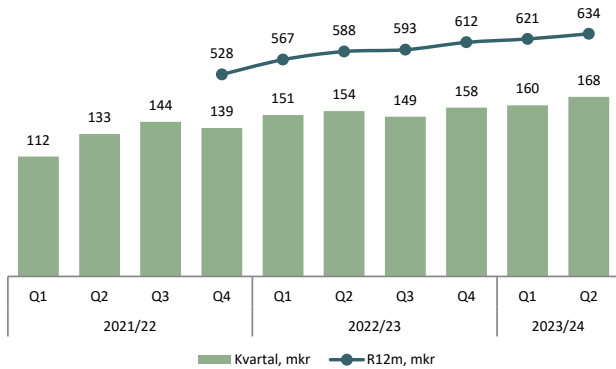
## Värdering

Vi ser ett motiverat värde om 40-44 kr per aktie för Nivika och vi bedömer att rabatten mot NAV bör minska framöver, givet att bolaget har en stabil finansiering efter den nyligen genomförda nyemissionen. Vi anser att bolagets fastighetsportfölj inte är lika känslig som bolag med fokus på de större städerna, vilket reflekteras i en högre yield.

För att komma fram till vårt motiverade värde har vi använt oss av en SOTP-värdering där vi värderar bolagets lager/industri-tillgångar till P/NAV 1.0x, bostäder P/NAV 0,5x och övriga kommersiella fastigheter till P/NAV 0,6x.

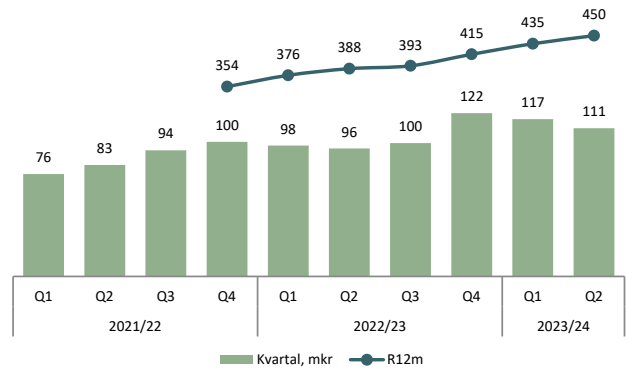
# Kvartalsöversikt och rullande 12 månader

Figur 1: Hyresintäkter



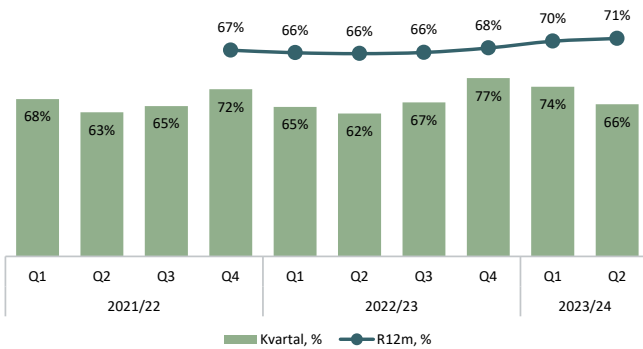
Källa: Nivika

Figur 2: Driftnetto



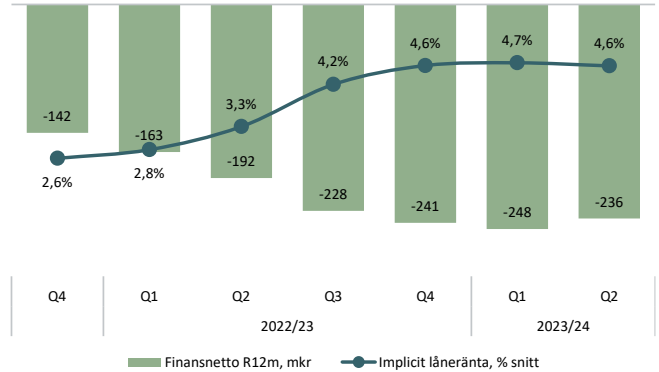
Källa: Nivika

Figur 3: Överskottsgrad



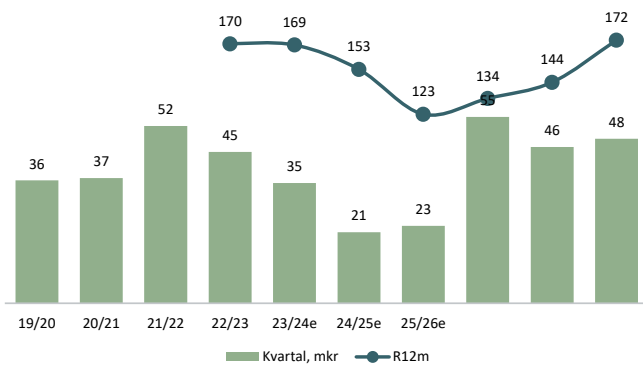
Källa: Nivika

Figur 4: Finansnetto



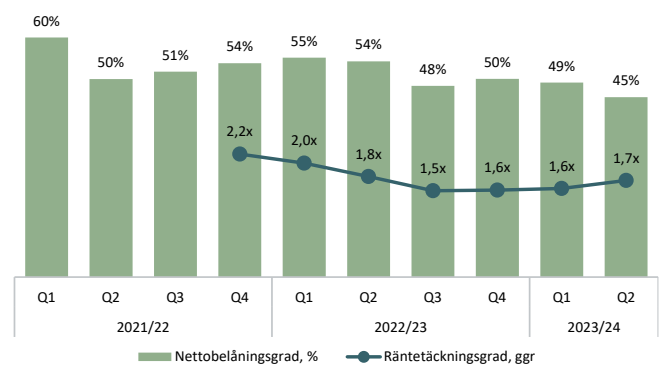
Källa: Nivika

Figur 5: Förvaltningsresultat



Källa: Nivika

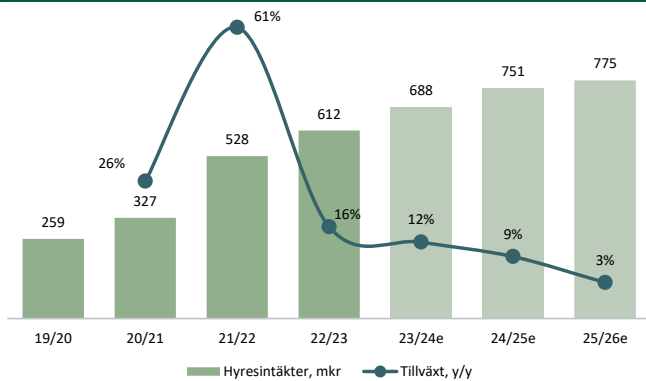
Figur 6: Nettobelåningsgrad och räntetäckningsgrad



Källa: Nivika

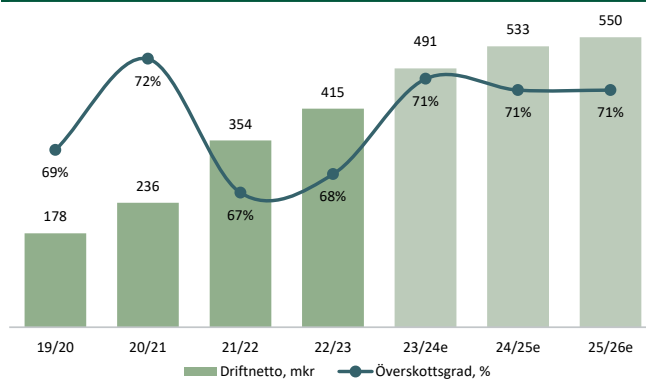
# Finansiell översikt och estimat

Figur 7: Hyresintäkter



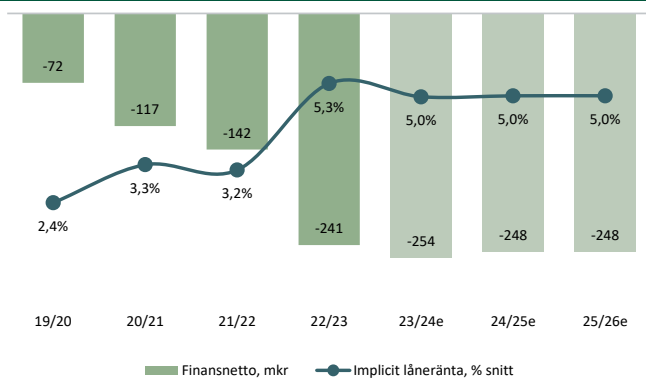
Källa: Nivika, Penser by Carnegie

Figur 8: Driftnetto



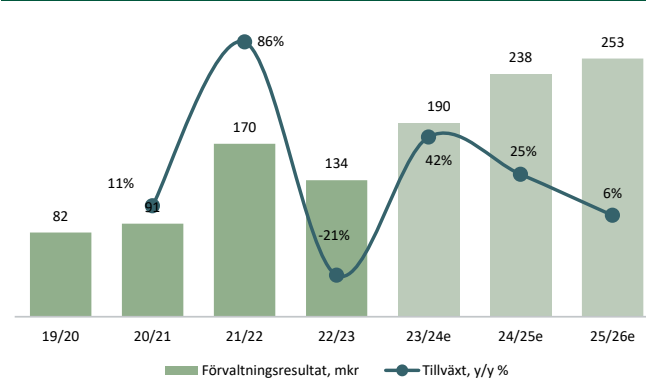
Källa: Nivika, Penser by Carnegie

Figur 9: Finansnetto



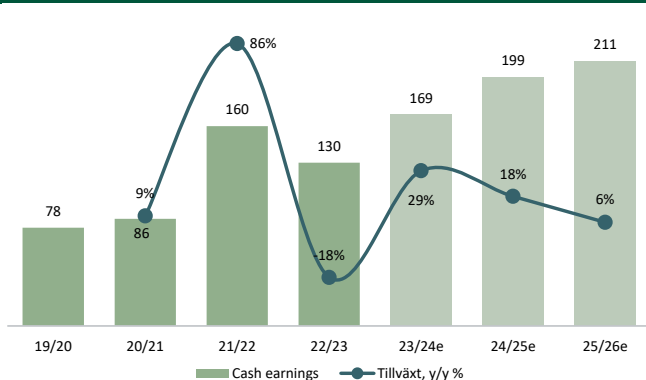
Källa: Nivika, Penser by Carnegie

Figur 10: Förvaltningsresultat



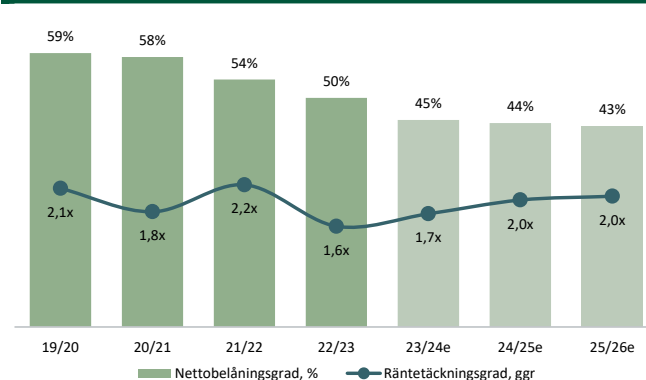
Källa: Nivika, Penser by Carnegie

Figur 11: Cash earnings



Källa: Nivika, Penser by Carnegie

Figur 12: Nettobelåningsgrad och räntetäckningsgrad



Källa: Nivika, Penser by Carnegie

## Värdering

Historiskt har fastighetsbolag värderats kring senast rapporterat NAV. Under en period mellan 2020-2021 handlades en stor del av de börsnoterade bolagen till premium vs NAV, vilket vändes mot en rabatt under 2023. Vi bedömer att rabatten vad gäller vissa bolag förklaras av att det finns en risk för nyemission p.g.a. svaga finanser. Att Nivika nyligen genomfört en nyemission och har relativt starka finanser gör att vi bedömer att värderingen bör närma sig rapporterat NAV.

För att jämföra de olika bolagen har vi valt att titta på två nyckeltal, implicit yield och implicit avkastning på eget kapital. Dessa nyckeltal justerar de rapporterade nyckeltalen efter hur aktien är prissatt i förhållande till NAV.

Implicit yield reflekterar hur fastigheterna oberoende av skuldsättning värderas i förhållande till aktiekursen. En hög implicit yield kan således vara ett tecken på att aktiemarknaden ser en risk för nedrevideringar av fastighetsvärden. Sjunker NAV så kommer även den implicita yelden att sjunka och vice versa.

Vi anser att det mest rättvisande i dagens ränteläge är att titta på den implicita avkastningen på eget kapital, dvs avkastningen på eget kapital justerat för P/NAV. Detta nyckeltal beaktar även kapitalstrukturen.

Baserat på detta nyckeltal sticker Nivika ut som ett av de starkaste bolagen i vår referensgrupp, givet den höga avkastningen på implicit eget kapital.

Figur 13: Jämförelse med referensgruppen

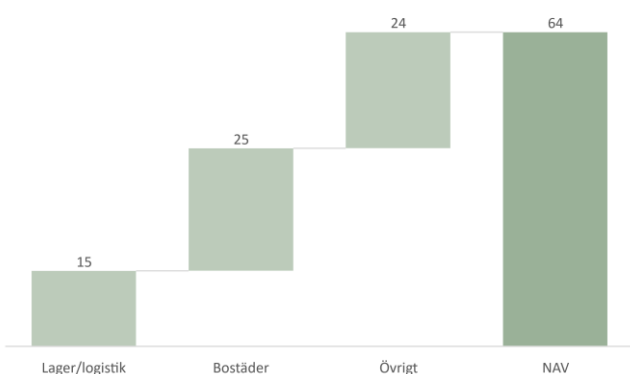
Lager/logistik/Industri													
	Pris	LTV (rapporterad)	NAV (senast)	Direkt- avkastning	P/NAV	Implicit yield	Impl yield gap 5-års ränta	ROE		Impl. ROE (snitt)	Duration		
								2023	2024		Kredit	Ränta	
Emilshus	32,8	52%	27,9	6,7%	1,8x	5,7%	3,0%	10%	n.a.	0,9%	1,6	2,9	
Sagax	273	4%	111	6,4%	2,46x	2,6%	0,0%	10,5%	10,4%	4,2%	5,5	5,0	
SLP	32,5	43%	26,0	5,9%	1,25x	4,7%	2,1%	6,2%	6,3%	5,0%	1,5	2,2	
NP3	223	58%	131	6,7%	1,70x	3,9%	1,3%	8,9%	9,3%	5,3%	2,2	2,1	
Catena	477	34%	399	5,1%	1,20x	4,2%	1,6%	6,0%	5,8%	4,9%	3,6	2,9	
Logistea	13,5	45%	13,2	5,1%	1,02x	5,0%	2,4%	0,0%	n.a.	n.a.	2,8	1,9	
Stenhus	11,2	55%	16,4	5,7%	0,68x	8,4%	5,7%	5,3%	5,5%	7,9%	2,5	1,3	
Median		45%		5,9%	<b>1,20x</b>	4,7%	2,1%	6,0%	6,3%	4,9%	2,5	2,2	
Bostad													
K2A	9,5	67%	19,5	3,8%	0,49x	7,8%	5,1%	-1,2%	-0,2%	-1,5%	14	14	
Genova	40,8	61%	70,6	3,6%	0,58x	6,3%	3,6%	-9,3%	n.a.	n.m.	2,4	-	
Trianon	18,1	57%	31,4	4,0%	0,57x	7,0%	4,4%	2,3%	3,1%	4,8%	2,9	2,6	
JOMA	55,0	50%	86,5	3,4%	0,64x	5,3%	2,7%	4,3%	2,7%	5,5%	2,8	2,8	
Kfast	18,2	63%	24,2	3,6%	0,75x	4,7%	2,1%	neg.	n.a.	n.m.	2,7	3,2	
Fortinova	25,8	53%	44,7	4,2%	0,58x	7,3%	4,7%	-1,2%	n.a.	neg.	2,7	2,1	
Median		59%		3,7%	<b>0,58x</b>	6,6%	4,0%	-1,2%	2,7%	4,8%	2,7	2,6	
<b>Nivika</b>	<b>34,7</b>	<b>45%</b>	<b>63,0</b>	<b>4,7%</b>	<b>0,55x</b>	<b>8,4%</b>	<b>5,8%</b>	neg.	<b>3,1%</b>	<b>5,5%</b>	2,3	1,6	

Källa: Factset, Penser by Carnegie

Då Nivikas två största tillgångsslag värderas olika på börsen – lager/industri bolag värderas i snitt till ett P/NAV om 1,20x mot senast rapporterat NAV och de mer renodlade bostadsbolagen till ett P/NAV om 0,58x på senast rapporterat nav – anser vi att detta bör återspeglas i vårt motiverade värde och har därför använt oss av en SOTP-värdering av NAV med följande antaganden:

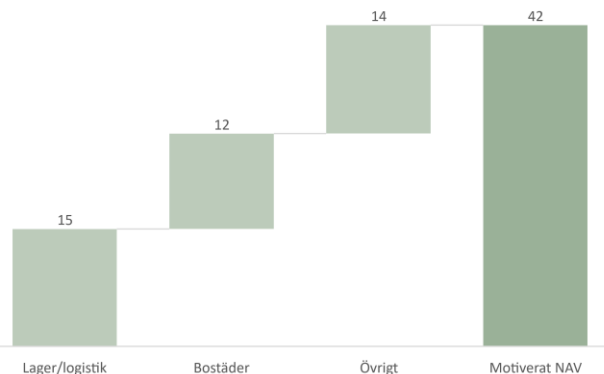
- Lager/industri: P/NAV 1,0x
- Bostäder: P/NAV 0,5x
- Övriga Kommersiella fastigheter: P/NAV 0,6x

Figur 14: Tillgångsslag per aktie i NAV (23/24e)



Källa: Penser by Carnegie

Figur 15: NAV-brygga för motiverat värde



Källa: Penser by Carnegie

Vår SOTP-värdering ger ett motiverat värde om 38-46 kr. Den implicita avkastningen på eget kapital blir då ca 4,6% vilket vi anser reflekterar bolagets riskprofil. Värderingen motsvarar en spread över 5 års-räntan om ca 2%.

Vi anser att Nivika ska värderas till en rabatt mot NAV då man trots en hög andel lager/industri värderas högt jämfört med sitt förvaltningsresultat. Detta på grund av en hög andel bostäder som har en lägre direktavkastning och relativt höga finansieringskostnader.

Vi bedömer att "risken" för nedrevideringar av NAV är lägre i Nivika än i andra bolag då bolagets fastigheter inte har sett lika stora prisuppgångar som storstäderna. Skulle vi se att marknadsräntorna sjunker kommer detta leda till en kraftigt positiv utveckling av Nivikas förvaltningsresultat och av hur bolaget värderas i förhållande till sitt kassaflöde, vilket vi belyser i vår scenarioanalys.

Känslighetstabellen visar att vi är konservativa i vår värdering av bolagets övriga tillgångar ex. lager/logistik. På dagens kurs anser vi att man i princip får bolagets bostadstillgångar "på köpet" givet hur aktien värderas i förhållande till NAV.

Figur 16: Värdering – känslighetsanalys

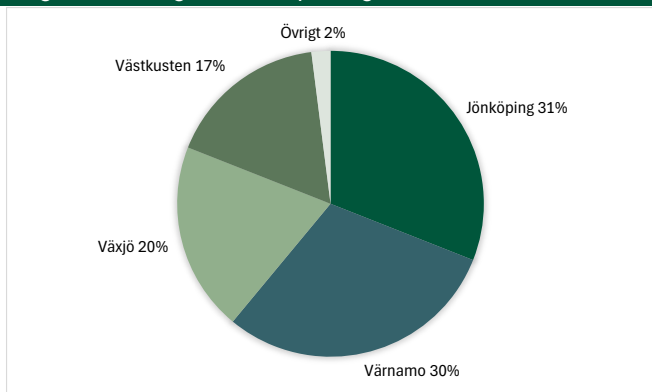
Motiverat värde	P/NAV Lager/logistik					
	80%	90%	100%	110%	120%	130%
40%	34	36	37	39	40	42
50%	37	38	40	41	43	44
P/NAV	39	41	42	44	45	47
Övrigt	41	43	44	46	47	49
80%	44	45	47	48	50	51

Källa: Penser by Carnegie

Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 38-46 kr på Nivika. Vi anser att aktien kommande 6-12 månader kommer följa de stora rörelser som sker i fastighetssektorn, men givet att finanserna nu är stärkta har aktien goda förutsättningar att kunna handlas starkare än liknande bolag.

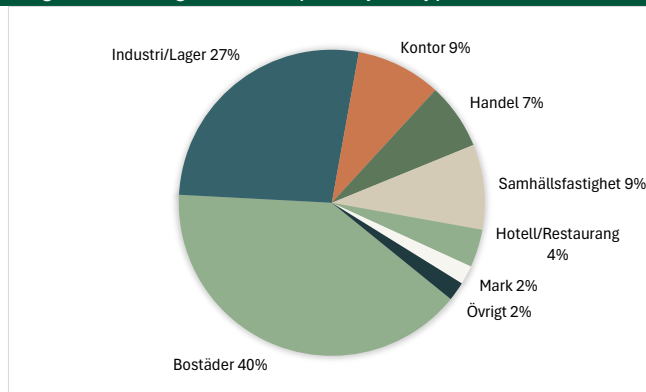
# Värderingsöversikt och estimat

Figur 17: Fastighetsvärde per region



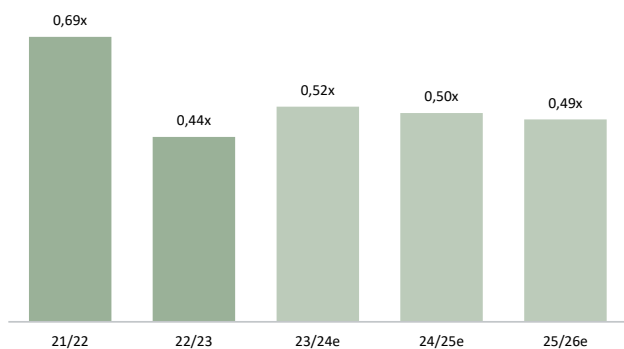
Källa: Nivika

Figur 18: Fastighetsvärde per objekttyp



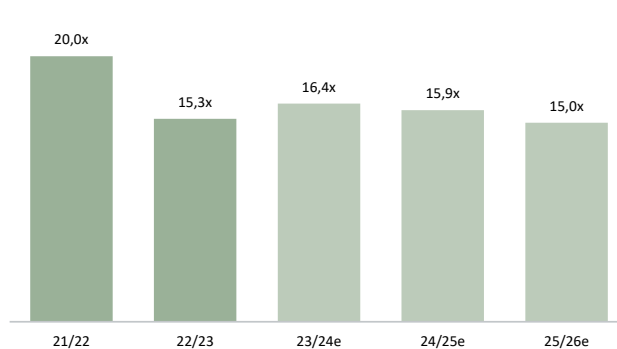
Källa: Nivika

Figur 19: P/EPRA NAV



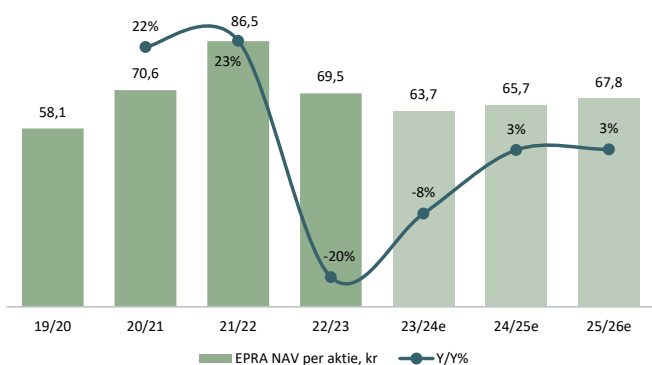
Källa: Nivika, Penser by Carnegie

Figur 20: P/CEPS



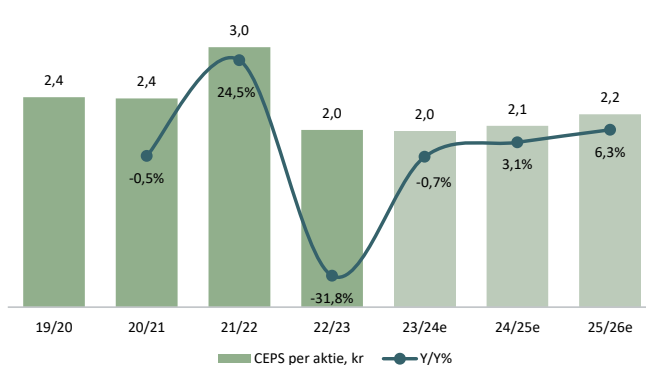
Källa: Nivika, Penser by Carnegie

Figur 21: EPRA NAV



Källa: Nivika, Penser by Carnegie

Figur 22: CEPS



Källa: Nivika, Penser by Carnegie

Resultaträkning							
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Hysesintäkter	259	327	528	612	688	751	775
Fastighetskostnader	-81	-91	-174	-197	-197	-218	-225
<b>Driftnetto</b>	<b>178</b>	<b>236</b>	<b>354</b>	<b>415</b>	<b>491</b>	<b>533</b>	<b>550</b>
Centrala Administrationskostnader	-23	-28	-43	-40	-47	-47	-49
<b>EBITDA</b>	<b>155</b>	<b>208</b>	<b>311</b>	<b>375</b>	<b>444</b>	<b>486</b>	<b>501</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>155</b>	<b>208</b>	<b>311</b>	<b>375</b>	<b>444</b>	<b>486</b>	<b>501</b>
<b>EBITA</b>	<b>155</b>	<b>208</b>	<b>311</b>	<b>375</b>	<b>444</b>	<b>486</b>	<b>501</b>
<b>EBIT</b>	<b>155</b>	<b>208</b>	<b>311</b>	<b>375</b>	<b>444</b>	<b>486</b>	<b>501</b>
Räntekostnader	-72	-117	-142	-241	-254	-248	-248
<b>Förvaltningsresultat (PFPM)</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>170</b>	<b>134</b>	<b>190</b>	<b>238</b>	<b>253</b>
<b>Förvaltningsresultat (PFPM), justerat</b>	<b>82</b>	<b>91</b>	<b>170</b>	<b>134</b>	<b>190</b>	<b>238</b>	<b>253</b>
Värdeförändringar fastigheter	206	378	558	-458	53	0	0
Värdeförändringar finansiella instrument	12	6	48	8	-47	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>300</b>	<b>476</b>	<b>776</b>	<b>-317</b>	<b>196</b>	<b>238</b>	<b>253</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>300</b>	<b>476</b>	<b>776</b>	<b>-317</b>	<b>196</b>	<b>238</b>	<b>253</b>
Skatt, aktuell	-4	-6	-10	-3	-22	-39	-42
Skatt, uppskjuten	-60	-107	-139	38	-14	-10	-10
<b>Nettoresultat</b>	<b>236</b>	<b>363</b>	<b>627</b>	<b>-283</b>	<b>160</b>	<b>189</b>	<b>201</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>236</b>	<b>363</b>	<b>627</b>	<b>-283</b>	<b>160</b>	<b>189</b>	<b>201</b>

Källa: Nivika Fastigheter, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys							
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Resultat före skatt	300	476	776	-317	196	238	253
Värdeförändringar, fastigheter	-206	-378	-558	458	-53	0	0
Värdeförändringar, finansiella instrument	-12	-6	-48	-8	47	0	0
Övriga kassaflödespåverkande poster	72	117	142	241	254	248	248
Betald skatt	-4	-6	-10	-9	-20	-49	-52
<b>Kassaflöde före förändring i rörelsekapital</b>	<b>161</b>	<b>211</b>	<b>312</b>	<b>404</b>	<b>473</b>	<b>444</b>	<b>457</b>
Förändringar i rörelsekapital	22	54	-25	-46	19	0	0
<b>Kassaflöde från operativ verksamhet</b>	<b>183</b>	<b>265</b>	<b>286</b>	<b>358</b>	<b>492</b>	<b>444</b>	<b>457</b>
Investeringar i befintliga fastigheter	-646	-565	-637	-843	-253	-200	-200
Förvärv av fastigheter	-848	-1 131	-2 673	-84	-199	0	0
Avyttring av fastigheter	78	202	69	536	132	0	0
Övriga FCF-påverkande poster	0	-1	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-1 444</b>	<b>-1 583</b>	<b>-3 267</b>	<b>-389</b>	<b>-297</b>	<b>-209</b>	<b>-209</b>
Utdelning	-14	-17	-24	0	0	0	0
Nyemission / återköp	340	388	1 472	750	511	0	0
Förändring i skulder	890	1 171	1 718	-573	-244	0	0
Övriga CF-poster	0	0	-66	-27	-31	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>1 166</b>	<b>1 434</b>	<b>2 957</b>	<b>-89</b>	<b>-15</b>	<b>-253</b>	<b>-253</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-96</b>	<b>116</b>	<b>-24</b>	<b>-121</b>	<b>180</b>	<b>-17</b>	<b>-6</b>

Källa: Nivika Fastigheter, Penser by Carnegie



Balansräkning							
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Övriga immateriella tillgångar	0	2	2	1	2	2	2
Förvaltningsfastigheter	5 063	6 910	10 699	10 479	11 024	11 224	11 424
Övriga anläggningstillgångar	41	54	71	84	80	82	83
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>5 116</b>	<b>7 050</b>	<b>10 892</b>	<b>10 842</b>	<b>11 170</b>	<b>11 371</b>	<b>11 573</b>
Kundfordringar	11	8	26	16	19	20	20
Likvida medel och kortfristiga placeringar	95	211	187	66	246	229	223
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>130</b>	<b>261</b>	<b>340</b>	<b>157</b>	<b>311</b>	<b>294</b>	<b>289</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>5 246</b>	<b>7 312</b>	<b>11 231</b>	<b>10 999</b>	<b>11 481</b>	<b>11 665</b>	<b>11 862</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Totalt eget kapital	1 690	2 424	4 472	4 919	5 558	5 747	5 948
Långfristiga räntebärande skulder	3 017	4 091	5 777	5 163	5 064	5 064	5 064
Derivat	25	19	0	0	10	10	10
Långfristiga leasingskulder	0	16	16	22	11	6	1
Uppskjutna skatteskulder	319	418	603	560	571	571	571
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	51	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>3 361</b>	<b>4 543</b>	<b>6 395</b>	<b>5 796</b>	<b>5 656</b>	<b>5 651</b>	<b>5 646</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	79	157	136	127	127	127	127
Leverantörsskulder	58	45	93	36	23	24	25
Övriga kortfristiga skulder	7	12	13	0	0	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>195</b>	<b>344</b>	<b>364</b>	<b>284</b>	<b>267</b>	<b>268</b>	<b>268</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>5 246</b>	<b>7 312</b>	<b>11 231</b>	<b>10 999</b>	<b>11 481</b>	<b>11 665</b>	<b>11 862</b>

Källa: Nivika Fastigheter, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler							
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Hyrestillväxt	-	26%	61%	16%	12%	9%	3%
Vakansgrad	3%	5%	4%	3%	4%	3%	3%
Överskottsgrad	69%	72%	67%	68%	71%	71%	71%
EPS-tillväxt, justerad	-	40%	15%	N.m.	143%	3%	6%
CEPS, tillväxt	Neg.	Neg.	24,5%	Neg.	Neg.	3,1%	6,3%
EPRA NAV, tillväxt	Neg.	21,5%	22,6%	Neg.	Neg.	3,1%	3,2%
Eget kapital, tillväxt	Neg.	43,5%	84,5%	10,0%	13,0%	3,4%	3,5%
Förvaltningsresultat, tillväxt	Neg.	32,6%	49,9%	17,1%	18,4%	8,5%	3,2%
Utdelning per aktie, tillväxt	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Nivika Fastigheter, Penser by Carnegie

Avkastning							
	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
ROE, justerad	Neg.	18%	18%	Neg.	3%	3%	3%
Yield	4%	3%	3%	4%	4%	5%	5%
Implicit yield	Neg.	Neg.	5%	9%	8%	9%	9%

Källa: Nivika Fastigheter, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Nettoskuld	3 001	4 055	5 745	5 249	4 959	4 972	4 972
Belåningsgrad	61,1%	61,5%	55,3%	50,2%	47,0%	46,2%	45,4%
Soliditet	32%	33%	40%	45%	48%	49%	50%
Nettoskuldsättningsgrad	1,8x	1,7x	1,3x	1,1x	0,9x	0,9x	0,8x
Nettoskuld / EBITDA	19,4x	19,5x	18,5x	14,0x	11,2x	10,2x	9,9x
Snittränta	2,4%	3,3%	3,2%	5,3%	5,0%	5,0%	5,0%

Källa: Nivika Fastigheter, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
Förvaltningsresultat (PFPM) per aktie	2,52	2,54	3,16	2,08	2,27	2,48	2,64
EPS	7,23	10,1	11,7	-4,39	1,91	1,97	2,10
EPS, justerad	7,23	10,1	11,7	-4,39	1,91	1,97	2,10
FCF per aktie	2,40	2,39	2,97	2,03	2,01	2,07	2,20
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	48,1	59,6	76,9	63,1	58,0	59,9	62,0
Antal aktier vid årets slut, m	35,2	40,7	58,2	77,9	95,9	95,9	95,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	32,7	35,9	53,7	64,3	83,8	95,9	95,9
EPRA NAV per aktie	58,1	70,6	86,5	69,5	63,7	65,7	67,8

Källa: Nivika Fastigheter, Penser by Carnegie

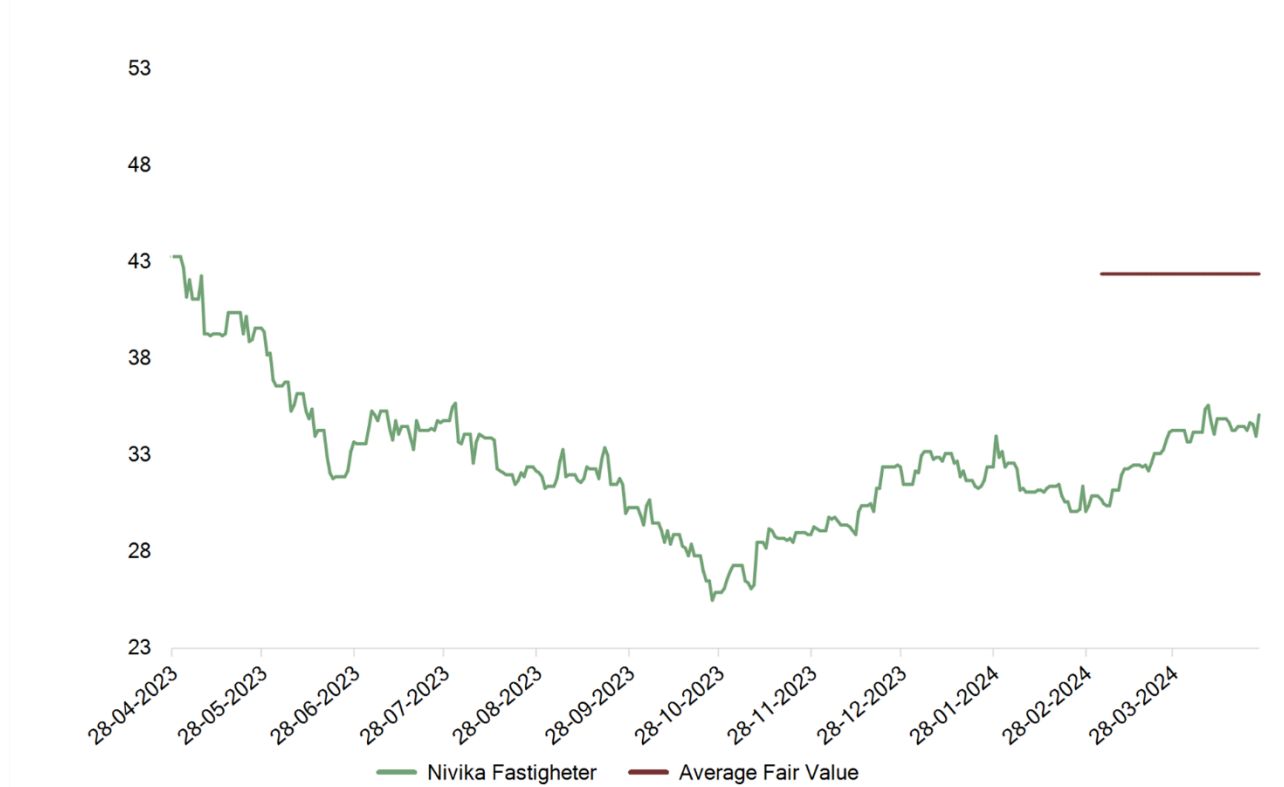
## Värdering

	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24e	24/25e	25/26e
P/PFPM per aktie	13,8x	35,0x	13,1x	15,0x	15,3x	14,0x	13,1x
P/E, justerad	4,8x	8,8x	3,6x	-7,1x	18,2x	17,6x	16,6x
P/EK	0,7x	1,5x	0,5x	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x
P/EPRA NAV	0,6x	1,3x	0,5x	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x
P/CEPS	14,5x	37,3x	14,0x	15,3x	17,2x	16,7x	15,7x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBIT, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV	-	-	9 194	7 656	8 255	8 255	8 255
Aktiekurs	-	-	59,3	30,9	34,7	34,7	34,7

Källa: Nivika Fastigheter, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Nivika Fastigheter (NIVIB SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc ansvarar för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95