

# Titania Holding (TITA B)



## Hög estimerad substansstillväxt till betydande rabatt

Titania Holding AB ("Titania" eller "Bolaget") är en bostadsutvecklare med exponering mot Stockholmsregionen, där Bolaget har en historik som ett entreprenadbolag och framgångsrikt utvecklat flertalet projekt från markförvärv till färdig fastighet. Projektportföljen består idag av en hög andel byggrätter, ca 90 %, vilka väntas färdigställas under de kommande åren och därmed bidra till en stark substansstillväxt om 30 % CAGR år 2023-2028. Baserat på ett estimerat NAV per aktie om 17,9 kr år 2025 och en applicerad multipel om P/NAV 0,8x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 14,3 kr i ett Base scenario.

### Minskat bostadsbyggande skapar möjligheter

De senaste åren har bostadsbyggandet stannat av i Stockholm, där Titania är verksamma, bl.a. till följd av högre finansieringskostnader. Under åren 2024 och 2025 estimeras cirka 8 000 bostäder byggstartas årligen, jämfört med det beräknade behovet om 22 000. Under prognosperioden t.o.m. 2028 estimeras Titania färdigställa över 3 000 lägenheter och således kapitalisera på underutbudet på Stockholms bostadsmarknad, vilket förväntas förvärras ytterligare under kommande år givet det nuvarande antalet byggstartar samt den starka efterfrågan.

### Lägre finansieringskostnader möjliggör högre lönsamhet

Titania har olikt flera andra aktörer fortsatt byggstarta projekt under de senaste åren trots högre finansieringskostnader, då det stora underutbudet på bostäder i Stockholm ändå bedöms medföra en god lönsamhet i projekten. Under de senaste kvartalen har ett ökat intresse från finansieringsaktörer kunnat skönjas samt räntesänkningar genomförts, där fler förväntas under det kommande året. Vi förväntar oss att tillgången till finansiering förbättras för Titania under kommande år, vilket estimeras stärka lönsamheten i projekten.

### Stark estimerad substansvärdstillväxt kommande år

Titantias strategi är att ta ett projekt från förvärv av mark till färdigställd bostad, vilket medför flera fördelar. Markpriserna i ett tidigt skede är fördelaktigare i jämförelse med färdiga byggrätter eller fastigheter, Titantias värdeskapande förväntas ske under detaljplansarbetet samt en tids- och kostnads-effektiv byggprocess. Genom att nuvarande byggrättsportfölj går igenom dessa faser och således bidrar till värdeökningar, estimeras en stark substansvärdstillväxt, motsvarande en CAGR om ca 30 % under åren 2023-2028.

### Positiva värdeförändringar är en nyckel framgent

Titantias finansiella ställning, med en soliditet om 34 % vid utgången av Q3-24, medför att Analyst Group bedömer att Bolaget är beroende av ett starkt eget kapital för att kunna exekvera på projektportföljen, vilket primärt förväntas ske genom en värdeökning på portföljen. Vi estimerar att Titania kan genomföra majoriteten av projekten inom den kommunicerade tidsramen, men ett förändrat marknads läge kan medföra förseningar med hänsyn till nuvarande finansiell ställning.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**

7,4 kr

**Base**

14,3 kr

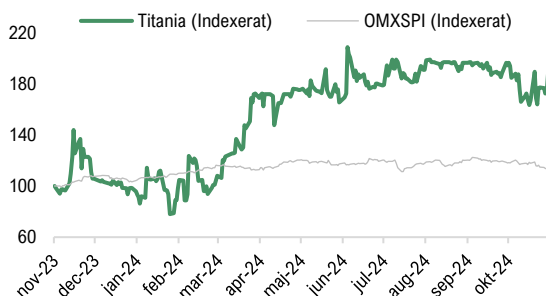
**Bull**

19,2 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2024-11-22)	7,24
Antal Aktier (st.)	71 500 000
Market Cap (MSEK)	517,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	1 602,7
Enterprise Value (MSEK)	2 120,4
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 4 2024	2025-02-20

### KURSVUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

= INSYNSPERSON

Einar Janson	52,2 %
Nikan Ghahremani	13,0 %
Futur pension	10,8 %
Jacob Karlsson	10,5 %
Fjärde AP-fonden	5,2 %

### PROGNOSER (MSEK)

	2024E	2025E	2026E	2027E
Hyresintäkter	71,5	90,6	162,1	315,6
Förvaltningskostnader	-14,8	-10,5	-18,3	-35,1
<b>Driftnetto</b>	<b>56,7</b>	<b>80,1</b>	<b>143,8</b>	<b>280,5</b>
Soliditet	36%	31%	27%	29%
Belåningsgrad	60%	61%	62%	62%
Substansvärde per aktie	15,8	17,9	23,8	32,0
Substansvärdstillväxt	51%	13%	33%	35%
P/NAV	0,5	0,6	0,6	0,3

## Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Bolagsbeskrivning	4-5
Marknadsanalys	6-7
Finansiell prognos	8-12
Värdering	13-14
Bull & Bear	15
Ledning & Styrelse	16
Appendix	17-21
Disclaimer	22

### OM BOLAGET

År 2014 transformerades Titania till en renodlad bostadsutvecklare och har sedan dess utvecklat flera bostadsprojekt där Bolaget varit med från planeringsstadiet till att bygga projekten och sedan övergå till att förvalta fastigheterna eller sälja det färdiga projektet. Målet är att behålla ca 70 % av fastigheterna under egen förvaltning medan de andra kan avyttras, oftast i slutet av projektets livslängd. Titanias primära geografiska fokus ligger på Stockholm, där efterfrågan på bostäder antas vara starkast i förhållande till utbudet. Titania är noterade på Nasdaq First North Growth Market sedan år 2021.

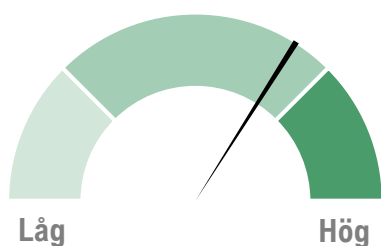
### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Einar Janson
Styrelseordförande	Knut Pousette

### ANALYTIKER

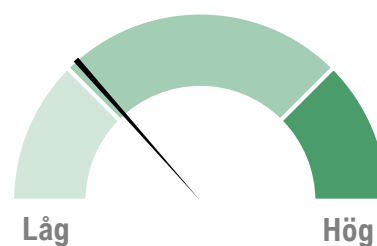
Namn	Axel Ljunghammer
Telefon	+46 706 554 551
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

### Värde drivare



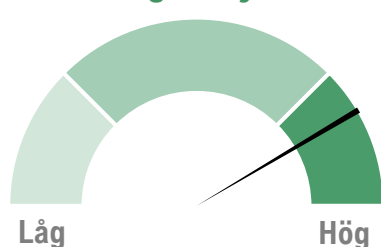
Titanias bostadsutveckling är fokuserat mot Stockholmsregionen där underutbudet av bostäder i förhållande till efterfrågan är påtagligt. Titania har under de senaste åren fortsatt att byggstarta projekt, vilket förväntas medföra att Bolaget blir relativt ensamman med att färdigställa lägenheter under kommande år. Detta estimeras leda till att Bolaget kan kapitalisera på marknaden, som alltså redan innan upplevde ett underutbud, genom att exempelvis ta ut högre hyror samt öka värden på befintlig portfölj.

### Lönsamhet



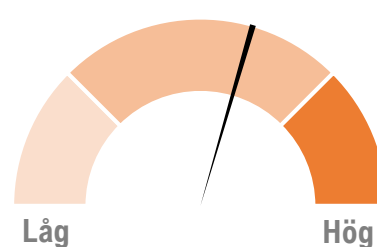
Titania har en historik av negativa kassaflöden och en hög andel av Bolagets portfölj avser kommande projekt som ska färdigställas under kommande år. Historiskt har återkommande och lönsamma hyreskassaflöden utgjort en mindre del i Titanias affär, något som dock förväntas växa i takt med att projekt färdigställs och behålls under egen förvaltning. Betyget utgår dock från historisk lönsamhet och är ej framåtblickande.

### Ledning & Styrelse



Insynsägandet i Titania uppgår till ca 52,6 % av aktiekapitalet, varav VD och grundaren Einar Janson äger 52,2 %, vilket ingjuter förtroende att skapa fortsatt aktieägarvärde. Bolaget har en bakgrund som entreprenadbolag, vilket enligt Analyst Group innebär viktiga erfarenheter för detaljplansarbetet. Därtill förväntas projekten kunna byggas på ett kostnads- och tids effektivt sätt genom den nämnda erfarenheten och kompetensen i Bolaget.

### Risk



Titania är beroende av en hög betalningsvilja för lägenheter, vilket idag finns och kan illustreras av bl.a. långa kötider och höga hyror på andrahandsmarknaden. I ett läge då Stockholms attraktionskraft sjunker och befolkningstillväxten avtar ökar dock risken för vakanser för Titanias projekt, vilka primärt ligger i förorter. Vidare är Titania beroende av ytterligare finansiering för att kunna exekvera kommande projekt, vilket utgör en risk vid en återigen stigande räntemiljö och med det svårigheter att erhålla finansiering.

Nuvarande bostadsbyggande når långt under behovet i Stockholm

## Operativa och finansiella mål

1. Koncernen ska över tid genomföra byggstart av minst 500 bostäder per år.

2. Framtagande av minst 500 nya byggrätter årligen

3. Hyresintäkter från bostäder ska utgöra minst 70 % av hyresintäkter

4. År 2027 ska fastighetsvärdet uppgå till minst 8 mdSEK

5. Substansvärdet per aktie ska långsiktigt öka med minst 20 % årligen över en konjunkturcykel

**30 %**  
i estimerad årlig substansstillväxt

## Underutbudet på bostäder i Stockholm skapar möjligheter

Enligt Boverkets bostadsmarknadsenkät upplever 24 av 26 kommuner i Stockholm ett utbudsunderskott på bostäder, vilket förväntas kvarstå om tre år, givet den takt som bostadsbyggandet i de olika kommunerna för närvarande har. Sett till Stockholmsregionens bostadsbehov så uppgår det till ca 22 000 nya bostäder årligen enligt regionen själv, samtidigt beräknar Länsstyrelsen i Stockholm att ca 8 000 bostäder påbörjas under år 2024 och en liknande siffra år 2025, varav Titania förväntas bidra med ca 250 bostäder, en siffra som förväntas uppgå till över 3 000 sett över hela prognosperioden åren 2025-2028. Givet underutbudet av bostäder i Stockholm förväntas betalningsviljan för lägenheter vara hög och vakansrisken låg, vilket Titania kan kapitalisera på genom en högre hyra och i ett längre tidsperspektiv ökade värden på de fastigheter som Bolaget producerar och förvaltar.

## Titania startar flertalet projekt för att kapitalisera på underutbudet

Det låga bostadsbyggandet under de senaste åren förväntas förvärra situationen på Stockholms bomarknad ytterligare. Titania har dock, till skillnad från många konkurrenter, startat flertalet projekt för att adressera den stora efterfrågan på bostäder. Titania antas parera de högre finansieringskostnaderna genom att räkna med högre hyror än andra aktörer, baserat på den höga betalningsviljan som finns i Stockholmsregionen, illustrerat av kötider för hyreslägenheter, vilka uppgick till 9 år i genomsnitt under år 2023 i Stockholmsregionen, samt prissättningar på andrahandsmarknaden. Ett bevis för detta är att Titania i princip inte har haft några vakanser på de lägenheter som Bolaget idag har under förvaltning. Vidare antas förutsättningarna för högre hyror förbättras ytterligare under kommande år när de projekt som startats under de senaste åren färdigställs och konkurrensen från andra nyproducerade lägenheter då är låg.

## Förväntas uppnå stark projektlönsamhet genom att driva hela processen

Titantias strategi är att tillskapa nya byggrätter genom aktivt planarbete och ett nära samarbete med kommuner, vilka ofta är de som anvisar marken. Således är det viktigt att bibehålla en god relation med kommunerna, vilket Titania gör genom att vara en pålitlig part från start till mål samt tillgodose kommunernas behov. Fördelen för Titania med att vara med från start i projekt är att Bolaget i detaljplanen själv kan påverka och optimera planen utifrån tidigare erfarenhet som entreprenadbolag på ett kostnads- och tidseffektivt sätt med bibehållen kvalitet. Vidare medför det faktum att kommuner är motpart fördelar genom förmånliga tillträdesvillkor och markpriser, givet en god relation parterna emellan. Titantias historik av vunna markanvisningstävlingar och erhållna direktanvisningar från kommuner påvisar en god relation till kommunerna enligt Analyst Group, vilket förväntas bli värdefullt för att fortsätta växa projektportföljen framgent. Ett tidigare exempel på referensprojekt utgör projektet på Tingstorget i Botkyrka kommun, där Titania framgångsrikt utvecklade 741 bostäder efter vunnen markanvisningstävling från kommunen med en god lönsamhet om 20 % vinstmarginal på projektet, där 246 bostäder fortsatt är under egen förvaltning.

## Prognos och värdering

Genom att en stor andel av Titantias projektportfölj idag består av byggrätter som förväntas färdigställas under kommande år, där en stor del har vunnit laga kraft, estimeras en stark substansstillväxt under kommande år, motsvarande en årlig tillväxt om ca 30 % år 2023-2028. Genom en applicerad P/NAV-multipel om 0,8x på det estimerade substansvärdet om 17,9 kr per aktie år 2025, härleds ett potentiellt värde per aktie om 14,3 kr per aktie i ett Base scenario.

## Hög skuldsättning skapar beroende av positiv utveckling för att kunna exekvera på strategin

Vid utgången av Q3-24 uppgick Titantias soliditet till 34 % och belåningsgraden till 56 %, Bolagets finansiella riskbegränsningar stipulerar att soliditeten inte ska understiga 25 % och att belåningsgraden inte ska överstiga 70 %. Titania har, likt andra fastighetsbolag, en hög belåning och Bolaget bedöms vara beroende av positiva värdeförändringar framgent för att kunna exekvera på nuvarande portfölj, vilket även förväntas ske i takt med att projekt utvecklas och färdigställs, i kombination med att avkastningskraven på Bolagets portfölj väntas sjunka. Baserat på Analyst Groups estimat och att Titania behåller ca 70 % av projekten under egen förvaltning, medan resterande säljs som bostadsrätter, förväntas Titania kunna färdigställa en majoritet av projekten i portföljen inom de kommunicerade tidsangivelserna, vilka framgår i Bolagsbeskrivningen på sida 5, och ovan nämnda finansiella riskbegränsningar. Däremot, med en mindre gynnsam marknadsutveckling, exempelvis en återigen stigande räntemiljö, kan Titania bli tvungna att senarelägga projekt, alternativt genomföra en nyemission.

Från markanvisning till färdigt projekt – steg för steg

1. Markanvisning

2. Detaljplansarbete

3. Detaljplanen vinner laga kraft

4. Projektet byggs

5. Projektet avyttras eller förvaltas

Titania är en bostadsutvecklare som projektutvecklar, producerar och förvaltar fastigheter med ett geografiskt fokus på Stockholmsregionen. Bolaget har en bakgrund som entreprenadverksamhet och startades år 2005 som Titania Bygg AB, vilka initialt arbetade med ombyggnationer och större byggprojekt inom rörledningar, VVS och badrum. År 2014 transformerades Titania till en renodlad bostadsutvecklare och har sedan dess utvecklat flera bostadsprojekt där Bolaget varit med från planeringsstadiet till att bygga projekten och sedan övergå till att förvalta fastigheterna eller sälja det färdiga projektet.

Som nämnt består Titanias verksamhet primärt av tre delar: projektutveckling, produktion och förvaltning. Inom projektutveckling arbetar Bolaget med att erhålla byggrätter genom ett nära samarbete med kommuner, där tomtmark till ett bostadsutvecklingsprojekt kan erhållas på tre olika sätt – markanvisningstävling, direktanvisning eller förvärv av mark. En markanvisningstävling innebär att kommunen bjuder in ett antal aktörer som får lämna förslag på bebyggelse, där en jury utser en vinnare som erhåller tomtmarken. En direktanvisning innebär att marken tilldelas utan konkurrensutsättning och förvärv av mark innebär att mark förvärvas från privata aktörer. Efter det att marken har erhållits behöver en detaljplan tas fram, vilket Titania gör i de fall en sådan saknas, något som skapar en överblick över hela projektet från start. Vidare medför bakgrunden som entreprenadbolag fördelar gällande produktionen då Bolaget besitter kompetens avseende komplexa storskaliga entreprenader, vilket underlättar produktionsprocessen. Slutligen, efter att projektutvecklingen och produktionen har slutförts, agerar Titania som förvaltare av fastigheter, med målet att behålla ca 70 % av projekten under förvaltning. Genom att vara ansvarig över hela processen från markanvisning till förvaltning säkerställer Bolaget en kostnadseffektiv process med en slutprodukt av hög kvalitet.

## Affärsmodell

1. Projektering och planering



Titania utser tidigt i projektet en projektledare som innehar det övergripande ansvaret över projektet, vilket säkerställer en översikt av projektet från start till mål.

2. Finansiering



Under planeringsfasen initieras en diskussion avseende finansiering med önskade partners. Under byggnationen erhålls vanligen finansieringen genom byggnadskreditiv som betalas ut i takt med prestation.

3. Byggnation



Genom bakgrunden som entreprenadbolag samt en detaljerad utvecklingsplan säkerställs en effektiv byggprocess. Vidare kan byggfasen börja så tidigt som möjligt efter att detaljplanen vunnit laga kraft med en noggrann planering.

4. Slutförande



Historiskt har Titania en blandning av sålda utvecklingsprojekt och projekt under förvaltning. Bolaget har en strategi om att öka förvaltningsportföljen.

5. Förvaltning



Titanias strategi är att behålla ca 70 % av projekten som är hyresrätter under egen förvaltning.

Titanias affärsmodell utgår, som nämnt, från att vara med från start till mål av ett projekt. De inledande stegen präglas av negativa kassaflöden för planeringsarbetet och byggnationen, finansierade genom dels eget kapital, dels lån i form av obligationer och byggnadskreditiv, medan vinsterna samt de positiva kassaflödena uppkommer under slutförandet och förvaltningen genom att Bolaget säljer projektet antingen som bostadsrätter eller till en annan förvaltare, alternativt behåller fastigheten under förvaltning och därmed erhåller hyresintäkter.

### Kostnadsdrivare

Beträffande Titanias kostnadsstruktur så är den primära kostnadsdrivaren entreprenadkostnader, vilka innefattar alla kostnader hänförliga till byggnationen av projekten och kostnadsposten fluktuerar således i takt med att projekt färdigställs. Vidare har Bolaget fastighetskostnader som består av förvaltningskostnader för förvaltningsfastigheterna samt externa kostnader som primärt består av overheadkostnader såsom administration, lokaler och marknadsföring. Titania hade under år 2023 ett medeltal anställda om 27 personer, vilka är fördelade över de fyra områdena projektutveckling, produktion, förvaltning samt ekonomi och finans.

## Ett urval av Titanias fastigheter och utvecklingsprojekt

**Hallängen 5, Nynäshamn**

BOA/LOA: 1 199 kvm

Status: Under förvaltning

Färdigställt: 1972

**Topasen 3, Täby**

BOA/LOA: 10 393 kvm

Status: Under förvaltning

Färdigställt: 2024

**Byamannen 2, "Tingseken", Botkyrka**

BOA/LOA: 10 289 kvm

Status: Under förvaltning

Färdigställt: 2019

**Herräng 1:24, Norrtälje**

BOA/LOA: 1 472 kvm

Status: Under förvaltning

Färdigställt: 1953

**Vallentuna Prästgård 1:174**

BOA/LOA: 1 419 kvm

Status: Under förvaltning

Färdigställt: 2023

**Bjurbäcken 11, Rågsved**

BOA/LOA: 9 942 kvm

Status: Produktion

Beräknat färdigställande: 2025

**Vallentuna Rickeby 1:48**

BOA/LOA: 1 150 kvm

Status: Produktion

Beräknat färdigställande: 2025

**Kristineberg, Vallentuna**

BOA/LOA: 14 949 kvm

Status: Produktion

Beräknat färdigställande: 2025-2026

**Hallunda gård, Botkyrka**

BOA/LOA: 55 590 kvm

Status: Laga kraft

Beräknat färdigställande: 2025-2028

**Kvarter 12, Barkarbystaden**

BOA/LOA: 19 560 kvm

Status: Laga kraft

Beräknat färdigställande: 2027

**Hälsans hus, Lidingö**

BOA/LOA: 4 950 kvm

Status: Laga kraft

Beräknat färdigställande: 2028

**Sambygget, Märsta**

BOA/LOA: 5 460 kvm

Status: Laga kraft

Beräknat färdigställande: 2026

**Prästviken, Botkyrka**

BOA/LOA: 48 880 kvm

Status: Antagen (överklagad)

Beräknat färdigställande: 2025-2028

**Huddinge station, Huddinge**

BOA/LOA: 19 425 kvm

Status: Laga kraft

Beräknat färdigställande: 2028

**Hallängen, Nynäshamn**

BOA/LOA: 9 000 kvm

Status: Samråd avslutat

Beräknat färdigställande: 2029

**Gottsunda, Uppsala**

BOA/LOA: 17 625 kvm

Status: Samråd avslutat

Beräknat färdigställande: 2028

**Rogaland, Husby**

BOA/LOA: 7 800 kvm

Status: Samråd avslutat

Beräknat färdigställande: 2027

**Sydvästra Stensö, Nacka**

BOA/LOA: 7 500 kvm

Status: Samråd avslutat

Beräknat färdigställande: 2029

**Masmo, Huddinge**

BOA/LOA: 14 040 kvm

Status: Planprogram

Beräknat färdigställande: 2026-2028

**Fornhöjden, Södertälje**

BOA/LOA: 94 792 kvm

Status: Planbesked

Beräknat färdigställande: 2032





### Fortsatt befolkningsökning förväntas i Storstockholm

Titania som bostadsutvecklare ger exponering mot bostadsmarknaden i Storstockholm, där utvecklingen under de senaste åren har varit stark drivet av ett underutbud av bostäder i förhållande till efterfrågan. En av orsakerna bakom detta är en fortsatt stadig befolkningsökning, vilket bl.a. antas drivas av Stockholmsregionens betydelse som ekonomisk motor i svensk ekonomi. Enligt SCB beräknas det år 2040 bo drygt 2,6 miljoner personer i Stockholms län, motsvarande en ökning med 175 000 personer eller 7 % jämfört med år 2023 och sett till årlig tillväxttakt uppgår den till 0,41 %. Tillväxttakten är den tredje högsta i Sverige efter Uppsala län, vilket Titania också har exponering mot, samt Hallands län.

### Ett stort bostadsunderskott medför möjligheter för nybyggnation

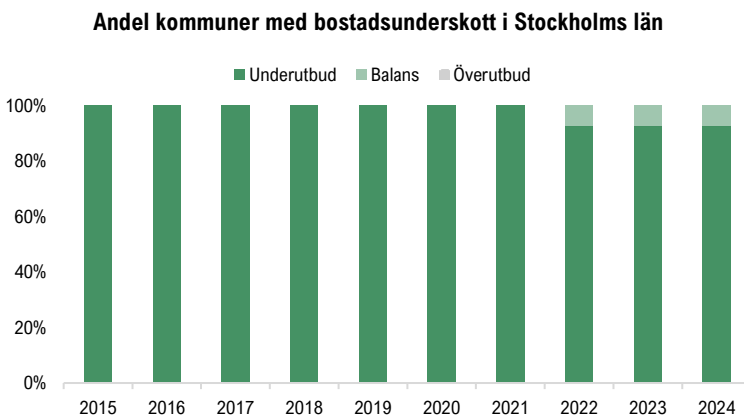
Enligt Boverkets bostadsmarknadsenkät från år 2024 rapporterade 148 av 290 kommuner i Sverige, motsvarande 51 %, ett underskott av bostäder. I Stockholms län rapporterade dock 24 av 26 kommuner att de bedömer att det finns ett underskott av bostäder. Samma 24 kommuner estimerar ett fortsatt underskott om tre år baserat på nuvarande byggnadstakt. Enligt Boverkets beräkning behöver det byggas 67 300 bostäder per år i Sverige och för Stockholmsregionen uppgår samma siffra till ca 22 000.

De senaste årens höga inflation och ökande räntor har medfört en inbromsning snarare än en acceleration i bostadsbyggandet och enligt Boverkets prognos kommer endast 20 000 bostadsbyggen att påbörjas under år 2024, varav 8 000 i Stockholms län, vilket alltså är långt under behovet. Stockholmsregionen står för en stor del av byggbehovet i landet, enligt en rapport om bostadsbyggnadsbehovet åren 2020-2029 står Stockholmsregionen för ca 40 % av det totala behovet i Sverige. Boverkets statistik bekräftar således bilden av ett underutbud av bostäder i Stockholm. Givet Titanias exponering mot bostadsmarknaden i Storstockholm förväntas Bolaget kapitalisera på underutbudet, vilket alltså förväntas bestå, genom att en hög betalningsvilja förväntas finnas för de bostäder som Titania utvecklar och förvaltar, något som bl.a. innebär att Bolaget kan ta ut högre hyror för de bostäder som förvaltas.

Nuvarande bostadsbyggande når långt under behovet

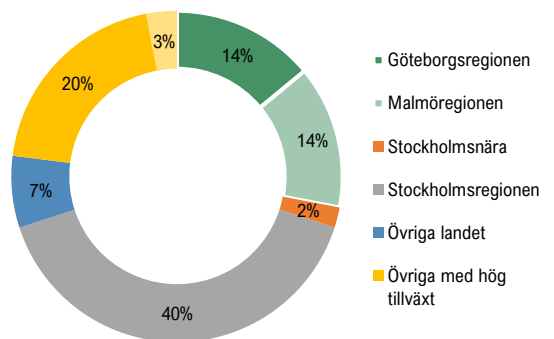
### Bostadsunderskottet i Stockholm är påtagligt, där regionen står för en stor andel av det beräknade byggbehovet i Sverige.

Andel kommuner med bostadsunderskott i Stockholms län och beräknat byggbehov 2020-2029



Källa: Boverket

### Beräknat byggbehov Sverige 2020-2029



Medelkötiden för en hyresrätt i Stockholmsregionen är 9 år

Ytterligare en tydlig indikator på den höga bostadsefterfrågan i förhållande till utbudet är kötiderna för hyresbostäder i Stockholms län. Under år 2023 förmedlade Bostadsförmedlingen i Stockholm 20 751 bostäder samtidigt som det fanns 822 372 personer registrerade i bostadskön, där den genomsnittliga kötiden för hyresrätter var 9 år. Medelkötiderna varierar dock mellan olika kommuner, där kötiden i Stockholms innerstad uppgick till ca 20 år medan exempelvis Botkyrkas kötid uppgick till 9 år och Täby till 8 år. Kötiderna för nyproduktion är generellt kortare men fortsatt flertalet år, exempelvis ca 4 år i Täby och 3 år i Botkyrka. Givet kötiderna antas risken för vakanser vara relativt begränsad i Stockholmsregionen, även i kommuner utanför centrum. Sett till demografin har Stockholm en relativt ung befolkning, där nästan hälften av invånarna är under 35 år. Givet prisutvecklingen på bostadsrätter i Stockholm har unga personer svårt att ta sig in på bostadsmarknaden, vilket antas öka efterfrågan på hyresrätter.

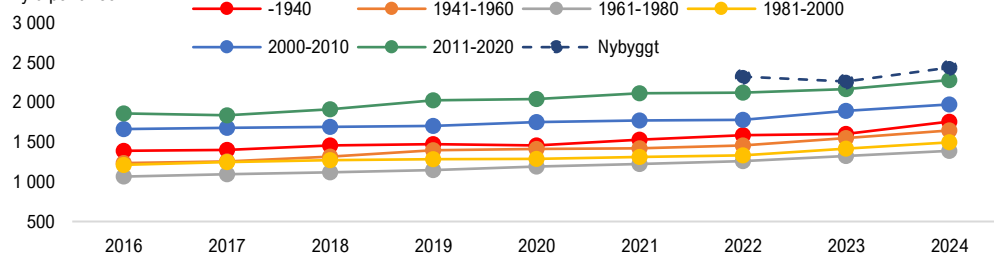
## Hyror för nyproduktion

För nyproducerade hyresrätter bestäms hyror vanligen genom antingen egensatta hyror eller presumtionshyror. Egensatta hyror innebär att hyresvärden i nyproducerade lägenheter har rätt att avtala hyran direkt med hyresgästen utan att först förhandla med Hyresgästföreningen. Detta möjliggör för Titania som hyresvärd att bestämma hyran i enlighet med den betalningsvilja som finns hos hyresgäster i det aktuella området. Däremot kan hyresgäster som flyttar in i en bostad med förstagångshyra efter sex månader begära att hyresnämnden prövar om hyran är jämförbar med jämförelseobjekt inom bruksvärdesystemet. Bruksvärdesprincipen innebär att hyresvärden och hyresgästföreningen träffar en överenskommelse om hyran genom en jämförelse med liknande objekt, vilket är ovanligt i nyproduktion. En presumtionshyra är dock vanligare och innebär att hyran bestäms med hänsyn till hyresvärdens kostnader för att bygga lägenheten samt möjligheten att få en rimlig vinst. Följaktligen är hyror för nyproduktion generellt högre än hyror inom bruksvärdesystemet, vilket bl.a. ger goda möjligheter för Titania att få en god avkastning på de fastigheter som byggs.

### Hyror för nyproducerade lägenheter har varit högre än för äldre lägenheter under de senaste åren

Hyra för lägenheter i Stockholm baserat på byggnadsår

Hyra per år och kvm



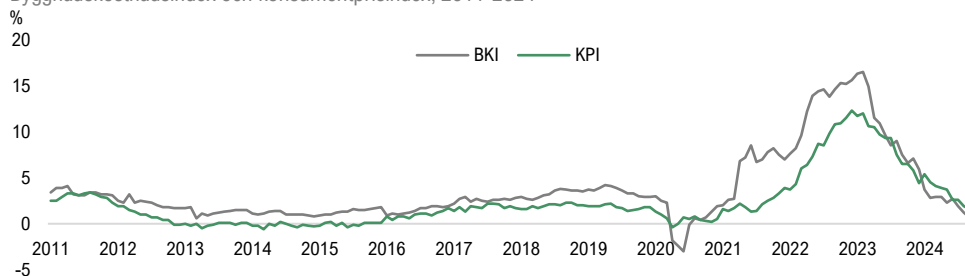
Källa: SCB

### Inflationen i produktionskostnader har fallit tillbaka

Då Titania är en bostadsutvecklare som producerar bostäder är Bolaget påverkade av produktionskostnader i samband med detta, vilket bl.a. inkluderar priser för material, löner och maskiner. I efterdyningarna från pandemin steg byggkostnadsindex (BKI) kraftigt bl.a. till följd av en kraftig ökning i materialpriser. Priserna har sedan dess legat kvar på en hög nivå, men vid en jämförelse med den allmänna prisökningen (KPI) har byggkostnaderna inte ökat avsevärt mer, vilket medför att den reala prisutvecklingen inte har varit särskilt stor. Givet detta, samt att Titania kan bestämma hyror för nyproducerade bostäder baserat på de kostnader som är hänförliga till dem, finns utrymme för Titania att kompensera för högre produktionskostnader i hyrorna.

### Byggkostnadsindex (BKI) har följt KPI relativt väl de senaste åren.

Byggkostnadsindex och konsumentprisindex, 2011-2024



Källa: SCB

### Lägre estimerade räntor förväntas gynna bostadsutvecklare

Att erhålla finansiering för projekten är en vital del av affärsmodellen för en bostadsutvecklare som Titania, något som har varit mer utmanande under de senaste åren med högre räntor. Under år 2024 har dock inflationen fallit tillbaka, vilket i kombination med svagare ekonomi har medfört att Riksbanken genomfört räntesänkningar. Under år 2024 har styrräntan gått från 4 % till 2,75 %, och Riksbankens prognos pekar på en styrränta om 2,3 % i slutet av år 2025. Detta förväntas tina upp finansieringsmarknaden och därmed underlätta för Titania att starta projekt samt sänka nuvarande räntekostnader på sikt.

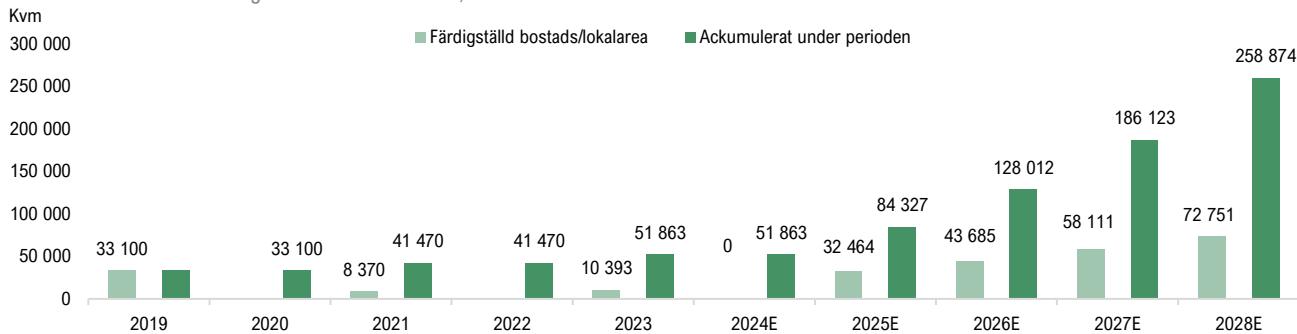
Reala byggnads-kostnader har varit relativt stabila de senaste åren

Riksbankens styrränteprognos för 2025 är **2,3 %**

Titania har antagit operativa och finansiella mål för Bolaget, vilka framgår av figuren nedan till vänster. Bolaget har 5 949 bostäder i portföljen, vilka omfattar både förvaltade bostäder och utvecklingsprojekt. Av dessa utgör 5 423 bostäder kommande projekt som är under planering eller byggnation. Sett till bostads- och lokalarea uppgår den totala ytan till ca 362 000 kvm, varav ca 338 000 kvm utgörs av kommande projekt. En hög andel av Titanias portfölj består alltså av kommande projekt som estimeras färdigställas under kommande år, nedan följer en illustration över historiskt samt förväntade färdigställda projekt.

## Titania har en stor byggrättsportfölj som förväntas färdigställas under kommande år.

Historisk och förväntad färdigställd bostads/lokalarea, 2019-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser och beräkningar

### Operativa och finansiella mål

1. Koncernen ska över tid genomföra byggstart av minst 500 bostäder per år.

2. Framtagande av minst 500 nya byggrätter årligen

3. Hyresintäkter från bostäder ska utgöra minst 70 % av hyresintäkter

4. År 2027 ska fastighetsvärdet uppgå till minst 8 mdSEK

5. Substansvärdet per aktie ska långsiktigt öka med minst 20 % årligen över en konjunkturcykel

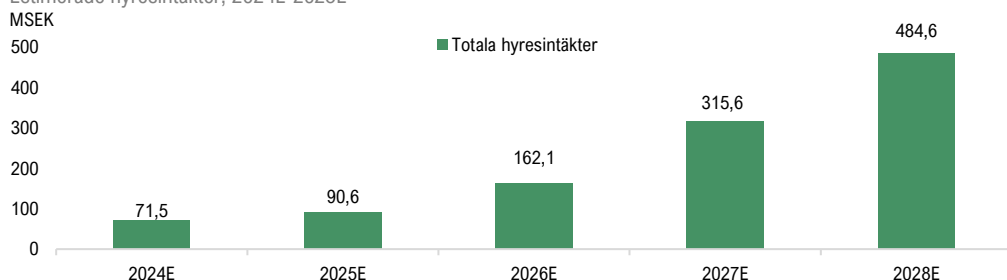
### Prognos hyresintäkter åren 2024-2028

Givet att en stor del av byggrättsportföljen består av kommande projekt, förväntas hyresintäkterna från förvaltade fastigheter öka över tid i takt med att projekt färdigställs och övergår till förvaltningsfastigheter, där Bolagets mål är att behålla ca 70 % av de producerade bostäderna under egen förvaltning. Analyst Group prognostiserar således att ca 70 % av byggrätterna behålls under förvaltning, vilket leder till ökade hyresintäkter och återkommande stabila kassaflöden. Baserat på nuvarande hyresintäkter och förvaltningsportfölj estimerar vi att hyresintäkterna för närvarande i genomsnitt uppgår till ca 3,1 TSEK per kvadratmeter och år, vilket förväntas öka i takt med att nyproducerade fastigheter med högre hyror färdigställs. År 2028 estimeras en genomsnittlig hyresintäkt per kvadratmeter och år om ca 3,7 TSEK, vilket, i kombination med att förvaltningsportföljen växer från ca 23 000 kvadratmeter år 2024 till ca 131 000 kvadratmeter år 2028, medför att hyresintäkterna ökar från ca 78 MSEK år 2024 till 426 MSEK år 2028.

De estimerade hyrorna är högre än de genomsnittliga hyrorna för nyproducerade lägenheter, som uppgår till ca 1,9-2,3 TSEK per kvadratmeter för en normalarea. Anledningarna till detta är att det förväntas finnas en fortsatt hög betalningsvilja för lägenheter i närhet till spårbunden trafik i Stockholm, drivet av ett fortsatt underutbud av lägenheter. Under de senaste åren har färre byggstartar gjorts med hänsyn till högre finansieringskostnader, Titania har dock startat flertalet projekt, bl.a. eftersom Bolaget har räknat med högre hyror för att därmed uppnå förväntad lönsamhet i projekten. Med tanke på att färre byggprojekt startats upp och att underutbudet därmed förväntas öka under kommande år, ligger antalet byggstartar långt under det beräknade behovet. Således estimeras även Titania bli relativt ensamma om att erbjuda nyproducerade bostäder under de kommande åren, vilket förväntas öka möjligheten att erhålla högre hyror. Därtill förväntas en majoritet av de lägenheter som produceras vara mindre lägenheter, vilka generellt har högre hyresintäkter per kvadratmeter.

### I takt med att hyresrätter färdigställs och hyrs ut förväntas hyresintäkterna öka under prognosperioden.

Estimerade hyresintäkter, 2024E-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser



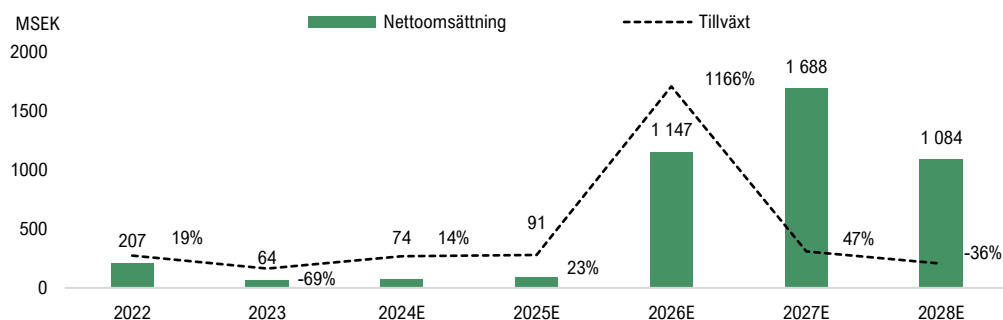
### Prognos övrig omsättning 2024-2028

Resterande del av portföljen som inte behålls under egen förvaltning förväntas säljas som bostadsrätter. Givet de redovisningsprinciper som används enligt IFRS redovisas intäkterna från dessa försäljningar vid försäljningstillfället snarare än successivt under färdigställandet. Detta medför att Titanias totala omsättning är starkt beroende av timingen för när sådana projekt säljs samt vilka projekt som behålls under egen förvaltning och vilka som säljs som bostadsrätter, då detta kan bestämmas i ett sent skede. Analyst Group estimerar, som nämnt, att ca 70 % av byggrätterna behålls under egen förvaltning medan resterande säljs som bostadsrätter. De projekt som väntas säljas som bostadsrätter beräknas primärt vara färdigställda under åren 2026-2028, vilket således gynnar den totala omsättningen under dessa år och förklarar de fluktuerande utfallen under prognosperioden. Vi har tillämpat marknadsmässiga kvadratmeterpriser för nyproducerade bostäder i de områden där projekten finns, men dessa kan fluktuera beroende på flertalet variabler som bl.a. storlek, design och läge på lägenheterna.

**70 %**  
av byggrätterna  
estimeras  
behållas under  
förvaltning

#### Nettoomsättningen förväntas fluktuera kraftigt under prognosperioden beroende på vilka projekt samt när i tiden bostadsrätter säljs.

Estimerad nettoomsättning och tillväxt, 2022-2028E



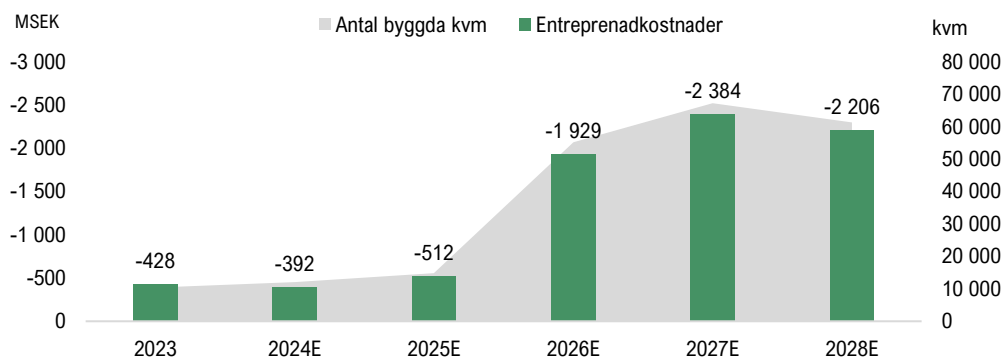
Källa: Analyst Groups prognoser

### Entreprenadkostnader 2024-2028

Historiskt har Titanias största kostnadspost varit entreprenadkostnader, vilka består av byggkostnader för projekten. Givet den stora andelen av Titanias portfölj som består av byggrätter för kommande projekt som ska färdigställas under prognosperioden förväntas entreprenadkostnaderna öka i takt med att projekten byggs upp. Vanligen antas kostnaderna låsas på förhand med entreprenadbolagen för att minska risken. Enligt SCB har byggkostnaden per kvadratmeter lägenhetsarea för nybyggda flerbostadshus varit ca 38 TSEK i Storstockholm under de senaste åren. Givet Titanias bakgrund som entreprenadbolag är Analyst Groups uppfattning att Bolaget kan bygga kostnadseffektivt och därmed begränsa entreprenadkostnaderna i projekten. Vi estimerar därför en något lägre entreprenadkostnad per färdigställd kvadratmeter, uppgående till ca 35 TSEK, vilken under prognosperioden förväntas öka i takt med en inflation om 2 %. Eftersom kostnaderna är hänförliga till byggnationstakten i projekten, förväntas de fluktuera kraftigt mellan kvartal och år beroende på när i tiden projekten byggs.

#### Entreprenadkostnaderna estimeras korrelera med antalet kvadratmeter som byggs under en viss period.

Estimerade entreprenadkostnader och antal byggda kvm, 2024E-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

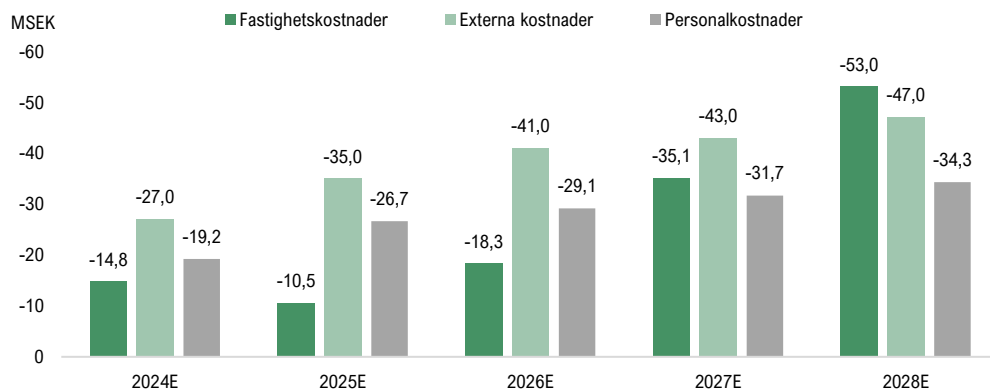
### Övriga kostnader 2024-2028

Vidare består Titanias kostnader av fastighetskostnader, vilka är kostnader hänförliga till Bolagets förvaltning. Dessa kostnader avser löpande underhåll av förvaltningsfastigheterna och förväntas vara låga i termer av kostnad per kvm under prognosperioden, då majoriteten av förvaltningsfastigheterna är nyproducerade. I takt med att fastigheterna åldras förväntas underhållskostnaderna och fastighetsskatten öka, vilket således höjer fastighetskostnaderna. I absoluta tal förväntas fastighetskostnaderna öka under prognosperioden, givet att fler förvaltningsfastigheter färdigställs och hyrs ut.

De externa kostnaderna består primärt av overheadkostnader såsom lokalkostnader, ekonomi- och administrationskostnader, konsultkostnader och marknadsföring. Analyst Group bedömer att dessa kostnader kan hållas relativt fasta under prognosperioden i takt med att Titania fortsätter att skala upp verksamheten. De externa kostnaderna estimeras dock öka något, vilket primärt beror på ökade marknadsföringskostnader i samband med att projekt färdigställs och ska hyras ut eller säljas. Beträffande personal har Titania anställda inom projektutveckling, produktion, förvaltning samt ekonomi och finans. Under år 2023 uppgick medelantalet anställda till 27, och Analyst Group estimerar att personalstyrkan kommer att växa till 35 anställda år 2028. Ökningen i personalstyrkan förväntas främst bero på att Titania behöver öka fokuset på förvaltning och finansiering i takt med att projektportföljen byggstartas, vilket medför ett ökat finansieringsbehov, samt att fler projekt färdigställs som förvaltningsfastigheter. Sammantaget estimeras personalkostnaderna öka från ca 19 MSEK år 2024 till ca 34 MSEK år 2028.

#### Kostnaderna estimeras kunna hållas stabila men fastighetskostnaderna förväntas växa i takt med förvaltningsportföljen.

Estimerade entreprenadkostnader och antal byggda kvm, 2024E-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

Värderingen av pågående projekt sker till följande andelar av verkligt värde:

1. Planbesked (25 %)

2. Start-PM (50 %)

3. Planprogram (50 %)

4. Plansamråd (75 %)

5. Granskning (75 %)

6. Detaljplan fastställd (100 %)

### Sänkta avkastningskrav och färdigställande förväntas öka värdet på förvaltningsfastigheterna

Titania redovisar värdet av förvaltningsfastigheter och byggrätter till verkligt värde i balansräkningen, vilket motsvarar marknadsvärdet. Förändringar i marknadsvärdet mellan perioder redovisas över resultaträkningen genom orealiserade värdeförändringar, vilket således påverkar resultatet. Marknadsvärdet påverkas bl.a. av förändringar i avkastningskrav samt av att projekt färdigställs och projektvinster därmed kan realiseras. Vidare värderas de pågående projekten till en andel av verkligt värde beroende på vilket stadie projektet befinner sig i, för att ta hänsyn till den detaljplanrisk som kvarstår vid värderingstillfället, enligt figuren till vänster.

Analyst Group estimerar att värdet på Titanias portfölj kommer att öka under prognosperioden, primärt genom att projekten utvecklas och projektvinster därmed kan uppnås, samtidigt som pågående projekt går igenom värderingstrappan i figuren till vänster. Vidare estimerar vi även att den befintliga förvaltningsportföljen ökar i värde genom att avkastningskraven sjunker för dessa fastigheter under kommande år. Detta förväntas drivas dels av ytterligare styrräntesänkningar från Riksbanken, dels av att fastigheter av Titanias typ erhåller lägre avkastningskrav i takt med att den beräknade vakansrisken antas sjunka, givet underbudet på lägenheter i Stockholmsregionen. Slutligen förväntas även hyreshöjningar, även i reala termer, vara möjliga i Titanias typ av projekt, vilket ytterligare ökar fastigheternas värde. Sammantaget estimeras dessa värdeförändringar gynna Titanias resultat under kommande år och således stärka det egna kapitalet.

Sammantaget är Titanias estimerade resultat under prognosperioden starkt beroende av vilka projekt som säljs som bostadsrätter samt vid vilken tidpunkt dessa färdigställs. Analyst Group estimerar, som tidigare nämnts, att ca 70 % av projektportföljen behålls under egen förvaltning medan resterande säljs som bostadsrätter. Vidare förväntas värdeökningar förbättra resultatet under prognosperioden. Nedan följer en sammanfattning av våra estimat avseende resultaträkningen.

### En summering av våra finansiella prognoser för Titania

Finansiella prognoser, 2024E-2028E

Base scenario (MSEK)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	73,7	90,6	1 147,2	1 687,7	1 083,9
Aktiverat arbete för egen räkning	509,4	409,8	1 157,4	1 430,6	1 323,7
Övriga rörelseintäkter	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>584,5</b>	<b>501,9</b>	<b>2 306,1</b>	<b>3 119,8</b>	<b>2 409,1</b>
Entreprenadkostnader	-391,8	-512,3	-1 929,0	-2 384,3	-2 206,2
Fastighetskostnader	-14,8	-10,5	-18,3	-35,1	-53,0
Övriga externa kostnader	-27,0	-35,0	-41,0	-43,0	-47,0
Personalkostnader	-19,2	-26,7	-29,1	-31,7	-34,3
Av- och nedskrivningar	-8,6	-3,2	-3,6	-3,6	-3,6
<b>EBIT</b>	<b>123,2</b>	<b>-85,8</b>	<b>285,0</b>	<b>622,1</b>	<b>64,9</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-526%	-549%	-76%	-48%	-116%
Realiserade värdeförändringar förvaltningsfastigheter	-17,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Orealiserade värdeförändringar förvaltningsfastigheter	491,5	470,6	477,7	407,6	945,6
<b>EBIT efter värdeförändringar</b>	<b>597,2</b>	<b>384,8</b>	<b>762,8</b>	<b>1029,6</b>	<b>1010,5</b>
Finansiella intäkter	17,8	4,4	6,6	7,6	19,1
Finansiella kostnader	-137,4	-203,1	-258,9	-299,7	-398,2
<b>EBT</b>	<b>477,6</b>	<b>186,1</b>	<b>510,5</b>	<b>737,6</b>	<b>631,4</b>
Skatt	-98,4	-38,3	-105,2	-151,9	-130,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>379,2</b>	<b>147,8</b>	<b>405,3</b>	<b>585,6</b>	<b>501,4</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-179%	-291%	-66%	-50%	-76%

Källa: Analyst Groups prognoser

### Initiala negativa kassaflöden i projekten ställer krav på att erhålla finansiering

Eftersom Titania är en bostadsutvecklare och majoriteten av projekten är under utveckling, har Bolaget en historik av negativa kassaflöden. Verksamheten har sedan noteringen år 2021 finansierats dels genom en nyemission i samband med noteringen, dels genom lån. Bolaget har tre finansiella riskbegränsningar avseende belåning, vilka återfinns i figuren till vänster. En av dessa är att soliditeten inte får understiga 25 %, vilket även är en kovenant i Bolagets utestående obligationer.

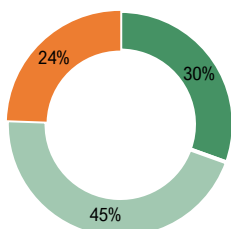
Under projektutvecklingen är kassaflödena negativa, genom detaljplansarbetet antas dessa primärt finansieras med eget kapital samt likvider från upptagna obligationer. När detaljplanen vunnit laga kraft kan marken tillträdas och byggnationen starta, vilket medför ett större behov av likviditet. Analyst Group estimerar att Titania erhåller finansiering för detta steg genom byggnadskreditiv, där vi räknar med en LTC (loan-to-cost, andelen av projektets totala kostnad som finansieras genom lån) om 70 %. Efter att projektet är färdigställt kan Titania börja kapitalisera på projektet och erhålla positiva kassaflöden genom olika åtgärder, beroende på vad som anses mest fördelaktigt för Bolaget. Projekten kan säljas till en extern hyresvärd eller som bostadsrätter, vilket genererar kassaflöden från försäljningarna, eller så behålls de under egen förvaltning, varpå hyresintäkterna bidrar med återkommande stabila kassaflöden, om än i en långsammare takt.

Dessutom kan Titania erhålla ett slutplaceringslån för fastigheter under förvaltning, vilket ofta har en lägre finansieringskostnad än ett byggnadskreditiv och där ett högre belopp kan lånas upp. Vi estimerar att Titania kan erhålla slutplaceringslån uppgående till ca 65 % av fastigheternas värde vid slutförandet. Utöver slutplaceringslån och byggnadskreditiv förväntas finansiering kunna erhållas genom obligationer, där Titania förväntas emittera obligationer uppgående till 250 MSEK under år 2025, vilket i kombination med byggnadskreditiv och slutplaceringslån väntas kunna finansiera verksamheten och projekten framgent.

<sup>1</sup>Justerad för aktiverat arbete

Soliditet om  
34 % LTM

## Kapitalbindning per Q3-24

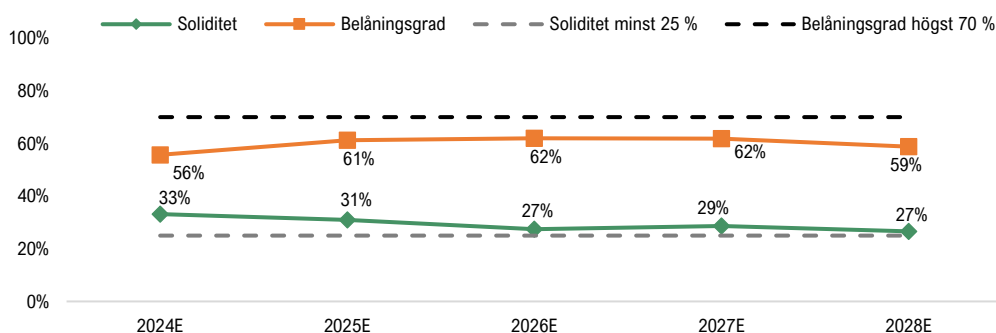


- Obligation, 525 MSEK
- Lång räntebärande skuld, 777 MSEK
- Kort räntebärande skuld, 421 MSEK

Givet de initiala negativa kassaflödena är Titania beroende av att kunna erhålla finansiering för projektutvecklingen, något som har varit mer utmanande under de senaste åren på grund av höjda räntor. Däremot, genom de genomförda räntesänkningarna och en räntebana som pekar på ytterligare sänkningar från Riksbanken, förväntas finansieringen underlättas under kommande år för Titania, vilket också är nödvändigt för att kunna exekvera och färdigställa den befintliga projektportföljen. Vid utgången av Q3-24 uppgick soliditeten till 34 % samtidigt som belåningsgraden uppgick till 56 %. För att kunna byggstarta ytterligare projekt förväntas det egna kapitalet behöva stärkas genom att värden i portföljen realiserar via färdigställanden, försäljningar av bostadsrätter samt sänkta avkastningskrav. Analyst Group estimerar att Titania kan byggstarta och färdigställa projekten enligt de tidsangivelser som Bolaget kommunicerat, med undantag för Prästviken som estimeras bli ett år försenat, bl.a. då detaljplanen blivit överklagad. Detta förutsätter att ca 30 % av byggrättportföljen säljs som bostadsrätter vid färdigställande och därmed stärker det egna kapitalet samt att förvaltningsfastigheterna ökar i värde genom att projekt utvecklas och färdigställs. Dessutom förväntas hyresintäkterna öka i takt med att fler fastigheter läggs under förvaltning.

**Titania estimeras kunna verka inom de finansiella riskbegränsningarna samtidigt som projektportföljen utvecklas, men är beroende av positiva värdetförändringar.**

Estimerad soliditet och belåningsgrad, 2024E-2028E



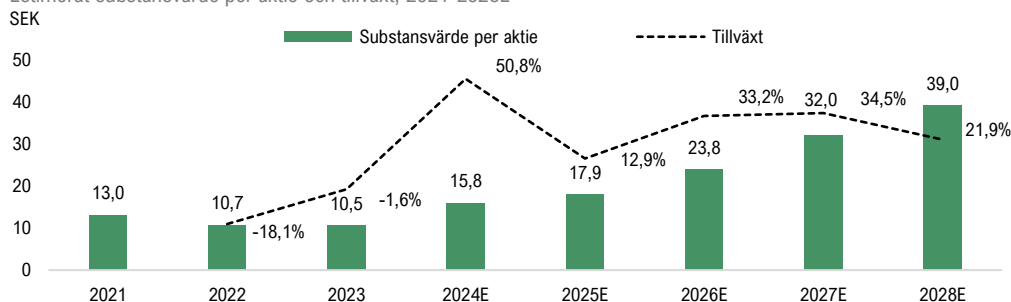
Källa: Analyst Groups prognoser

30 % årlig  
substansvärdes-  
tillväxt år  
2023-2028

Givet att tillgångarna på balansräkningen estimeras växa under prognosperioden i takt med att fler projekt utvecklas och färdigställs, förväntas även substansvärdet per aktie växa starkt. Titantias finansiella mål är att substansvärdet per aktie långsiktigt ska öka med minst 20 % per år över en konjunkturcykel. Analyst Group estimerar att substansvärdet per aktie uppgår till 39 kr vid utgången av år 2028, vilket motsvarar en årlig tillväxt om 17 % från utgången av 2021. Sett från utgången av år 2023 motsvarar det dock en årlig tillväxttakt om 30 %.

**Substansvärdet estimeras växa starkt under prognosperioden i takt med att projekt färdigställs.**

Estimerat substansvärde per aktie och tillväxt, 2021-2028E



Källa: Analyst Groups prognoser

5 %  
yield på  
förvaltnings-  
portföljen  
år 2028E

Sammanfattningsvis innebär Titantias affärsidé som bostadsutvecklare, med en stor andel av portföljen bestående av kommande projekt, negativa fria kassaflöden under prognosperioden. Titania fokuserar istället på att växa substansvärdet genom nya projekt och på så sätt kapitalisera fullt ut på underbudet av bostäder i Stockholmsregionen. Framgent förväntas även andelen hyresintäkter öka och bidra med återkommande kassaflöden, vilket isolerat ger god lönsamhet. Exempelvis estimeras driftnettot från förvaltningsfastigheterna uppgå till ca 432 MSEK år 2028, motsvarande en yield om ca 5 %.

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen, där andra svenska bostads- och fastighetsutvecklare har inkluderats. Bolagen skiljer sig därmed åt bl.a. beträffande om det är bostäder eller andra fastigheter som utvecklas, i vilken upplåtelseform fastigheterna utvecklas samt inom vilka geografier som bolagen är verksamma. Analyst Group anser dock att jämförelsen är relevant då det finns likheter mellan Titania och jämförelsebolagen, bl.a. avseende affärsmodell, kapitalstruktur samt storlek.

## Peers i siffror (senast rapporterat)



**K2A Knaust & Andersson Fastigheter** är ett fastighetsbolag vars affärsidé är att äga, utveckla och långsiktigt förvalta hyresrätter och samhällsfastigheter i Stockholm och Mälardalen samt i ett antal universitets- och högskoleorter i Sverige. K2A:s hyreslägenheter utvecklas i samverkan med berörda kommuner på lägen med bra kommunikationer och närhet till city och service som skapar förutsättningar för långsiktigt god efterfrågan. Sett till fastighets- och projektportföljen så är 42 % byggrätter och 58 % förvaltningsfastigheter.

-46 %

Substansrabatt

22 %

Soliditet



**K-Fast Holding** är ett fastighetsbolag vilka är inriktade mot utveckling, förvärv och vidare förvaltning av ett fastighetsbestånd som huvudsakligen består av bostadsfastigheter i diverse tillväxtområden på den nordiska marknaden. Bolagets affärsmodell bygger på ett evighetsperspektiv där bolaget kontrollerar hela kedjan från projektutveckling till förvaltning av fastigheter. Sett till den geografiska spridningen fokuserar K-Fast primärt på orter på den södra halvan av Sverige. Projektportföljen består av 45 % byggrätter och 55 % förvaltningsfastigheter.

-19 %

Substansrabatt

31 %

Soliditet



**Arlandastad** är verksamma inom fastighetsbranschen med fokus på att identifiera strategiska markområden och långsiktig fastighetsutveckling. Bolagets geografiska fokus är Stockholmsregionen och mer specifikt området runt Arlanda flygplats men även Skavsta flygplats. Affärsmodellen innebär kontroll av hela kedjan från markförvärv till långsiktig förvaltning av färdiga fastigheter. Bolaget skiljer sig dock från andra fastighetsbolag genom att även bedriva egna operativa verksamheter. En majoritet av Arlandastads portfölj består av byggrätter.

-65 %

Substansrabatt

60 %

Soliditet



**ALM Equity** utvecklar fastighetstillgångar för att möta framtidens behov av boende i urbana miljöer där människor vill leva, arbeta och umgås. Fastighetsutvecklingen bedrivs primärt genom tre verksamheter; utveckling, entreprenad och förvaltning. Verksamheten täcker in fastigheternas alla huvudprocesser från förvärv till förvaltning och det geografiska fokuset ligger på Stockholmsregionen med närliggande orter. Alm Equitys portfölj består av 53 % byggrätter och resterande förvaltningsfastigheter.

-8 %

Substansrabatt

38 %

Soliditet



**Bonava** är en bostadsutvecklare i Europa vilka är delaktiga i hela värdekedjan från förvärv av mark till försäljning och har egen produktionsledning på samtliga marknader. Bolaget bygger flera typer av bostäder, såsom flerbostadshus, småhus och radhus, med olika upplåtelseformer. Bonava är verksamma i sex länder, varav störst verksamhet återfinns i Tyskland följt av Sverige och Finland.

-64 %

Substansrabatt

38 %

Soliditet



**Besqab** är verksamma inom bostadsutveckling och utvecklar fastigheter samt är främst verksamma inom nyproduktion av bostadsrätter med särskilt geografiskt fokus på Stockholm och Uppsala. Besqab äger hela projektprocessen från markköp till överlämning till kund, vilket innebär att affären och produkten kan anpassas till den rådande marknaden. Utöver huvudverksamheten erbjuds diverse tillhörande service och tjänster.

-29 %

Substansrabatt

58 %

Soliditet



I nedan tabell presenteras utvalda peer-bolag och en jämförelse med Titania avseende bolagens storlek, rapporterade substansvärde, skuldsättning i form av soliditet och belåningsgrad samt estimerad tillväxt. Därtill görs en jämförelse av hur bolagen värderas i förhållande till substansvärdet.

Nyckeltal <sup>1</sup>	Market Cap	NAV	Substansrabatt	Soliditet	Belåningsgrad	NAV-tillväxt	NAV-tillväxt	NAV-tillväxt	P/NAV	P/NAV	P/NAV
	MSEK	MSEK	LTM	LTM	LTM	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
K2A Fastigheter	1 212 <sup>2</sup>	1 626	-46% <sup>3</sup>	22%	67%	-1%	0%	7%	0,5	0,5	0,5
K-Fast Holding	4 957	6 102	-19%	31%	58%	n.a.	12%	12%	0,8	0,7	0,6
Arlandastad	1 891	5 383	-65%	60%	24%	n.a.	3%	1%	0,3	0,3	0,3
ALM Equity	4 371 <sup>2</sup>	3 266	-8% <sup>3</sup>	38%	36%	n.a.	26%	0%	1,0	0,8	0,8
Bonava	2 544	6 984	-64%	38%	23%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Besqab	3 454 <sup>2</sup>	3 540	-29% <sup>3</sup>	58%	15%	-25%	7%	15%	1,0	0,9	0,8
<b>Medelvärde</b>	<b>3 072</b>	<b>4 483</b>	<b>-38%</b>	<b>41%</b>	<b>37%</b>	<b>-13%</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
<b>Median</b>	<b>2 999</b>	<b>4 461</b>	<b>-37%</b>	<b>38%</b>	<b>30%</b>	<b>-13%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
<i>Titania</i>	<i>518</i>	<i>1 035</i>	<i>-50%</i>	<i>34%</i>	<i>56%</i>	<i>46%</i>	<i>-19%</i>	<i>-6%</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>

<sup>1</sup>Källa: Analyst Group och TIKR

<sup>2</sup>Market Cap inklusive preferensaktier

<sup>3</sup>NAV i förhållande till Market Cap exklusive preferensaktier

Analyst Group värderar Titania genom att applicera en P/NAV-multipel på Bolagets estimerade NAV för år 2025. Peer-bolagen värderas till en genomsnittlig P/NAV-multipel om 0,7x för 2025E, men det finns skillnader mellan bolagen som enligt Analyst Group bör tas i beaktning. I jämförelse med peer-bolagen är Titania ett mindre bolag sett till börsvärdet, vilket motiverar en storleksrabatt. Beträffande skuldsättningen är samtliga bolag bostadsutvecklare och/eller fastighetsförvaltare och har därmed en hög skuldsättning. Titania ligger dock i det högre spannet gällande belåningsgrad och i det lägre spannet gällande soliditet, vilket indikerar en högre skuldsättning och finansiell risk, därmed motiveras en värderingsrabatt. Titanias portfölj består idag av en hög andel byggrätter, ca 90 %, som är under produktion eller planeras produceras under kommande år och i takt med att dessa färdigställs förväntas värden realiseras och substansvärdet växa. Bolaget har en högre andel byggrätter i portföljen än jämförelsebolagen, vilket resulterar i den högre estimerade substansstillväxten och därmed motiverar en värderingspremie.

Ytterligare en aspekt att beakta i jämförelsen med peer-bolagen är de geografiska inriktningarna, där Titania fokuserar på Stockholmsregionen medan flera av jämförelsebolagen är exponerade mot andra mindre orter, där utbudsbristen inte är lika påtaglig och vakansrisken därmed är högre. Bedömningen av säkerheten i ett hyreskassaflöde hänförligt till vakansrisken utgör en vital del i beräkningen av en fastighets avkastningskrav, vilket påverkar fastighetsvärdena. I Stockholms innerstad förekommer i dagsläget inga vakanser på hyresrätter och givet de långa kötiderna anses säkerheten i dessa hyreskassaflöden vara hög, vilket medför ett lågt avkastningskrav. Under de senaste åren har befolkningstillväxten i kombination med ett för lågt bostadsbyggande medfört att avkastningskravet sjunkit mer för bostadsfastigheter i Stockholms ytterförorter, där Titania är verksamma, då underutbudet letat sig längre ut från stadskärnan. Mellan åren 2005-2022 minskade avkastningskravet för bostäder i Stockholms innerstad med 29 %, under samma period minskade avkastningskravet för bostäder i Stockholms ytterförorter, utanför innerstad och närförort, med 55 %<sup>4</sup>. Framgent förväntas dessa avkastningskrav sjunka ytterligare och därmed närma sig avkastningskraven i Stockholms innerstad givet säkerheten i hyresintäkterna, vilket påverkar värdet på Titanias projekt och bidrar till den estimerade starka substansstillväxten jämfört med jämförelsebolagen som är exponerade mot andra mindre orter där underutbudet på bostäder inte är lika påtagligt.

För att ge ytterligare kontext till värderingen av Titania görs en jämförelse med hur Bolaget har värderats historiskt. Baserat på det senaste rapporterade substansvärdet i förhållande till aktiekursen vid varje månadsslut sedan noteringen i december år 2021 uppgår genomsnittsmultipeln till P/NAV 0,7x. Under långa perioder under denna tid har Titania mött makroekonomiska motvindar i form av en skenande inflation och en stigande räntemiljö. Under år 2024 har dock både inflationstakten och styrräntan sjunkit, vilket förväntas gynna Titania bl.a. genom lägre finansieringskostnader. Å andra sidan har Bolagets finansiella ställning försämrats, såväl som räntor ökat, sedan noteringen, varför en värdering i linje med den tidpunkten, då Titania värderades till P/NAV ~2x, inte anses vara befogad.

Sammantaget anser Analyst Group, baserat på ovan resonemang, att en applicerad P/NAV-multipel om 0,8x på 2025 års estimerade NAV är motiverad. Givet en applicerad P/NAV-multipel om 0,8x och ett estimerat substansvärde om 17,9 kr per aktie år 2025 härleds ett potentiellt värde per aktie om 14,3 kr.

<sup>4</sup>Källa: Catella

**14,3 kr**  
per aktie i ett  
Base scenario

### Bull scenario

Estimerat NAV per  
aktie 2025E

19,2 kr

Applicerad P/NAV-multipel

1x

Potentiellt värde per aktie

19,2 kr

I ett Bull scenario estimeras något högre hyresintäkter, då utbudsbristen och den höga betalningsviljan för lägenheter i Stockholms län möjliggör detta. Därtill medför den senaste tidens räntesänkningar bättre förutsättningar att fortsätta utveckla och bygga projekt genom ett ökat intresse för bostäder och bostadsutveckling i Stockholmsregionen, vilket underlättar möjligheterna att erhålla finansiering till gynnsamma villkor. Således förväntas Titania i ett Bull scenario kunna byggstarta flertalet projekt under kommande år, vilka genom bl.a. lägre finansieringskostnader blir mer lönsamma än i ett Base scenario. Vidare medför Titantias bakgrund som entreprenadbolag att projekten kan genomföras mer kostnadseffektivt, vilket således medför lägre entreprenadkostnader och bidrar till ytterligare lönsamhet för Bolagets projekt.

De senaste årens låga bostadsbyggande i Stockholm, vilket är långt lägre än behovet, medför att Titania är relativt ensamman med att färdigställa nya bostäder i regionen under kommande år. Utöver möjligheten att erhålla högre hyresintäkter, medför detta att Bolagets hyreskassaflöden klassas som ännu säkrare än i ett Base scenario, vilket medför att vakansrisken anses vara lägre, vilket påverkar Titantias portfölj i form av ett lägre avkastningskrav och därmed ökade värden, vilket bidrar till en högre NAV-tillväxt.

Genom att projektportföljen framgångsrikt utvecklas och att värden därmed ökar och realiserar, i kombination med ett lägre avkastningskrav, förväntas substansvärdet växa med en CAGR om 20 % mellan åren 2021-2028, motsvarande ett substansvärde per aktie om ca 47 kr år 2028. Givet en applicerad P/NAV-multipel om 1x och ett estimerat substansvärde om 19,2 kr per aktie år 2025 härleds ett potentiellt värde per aktie om 19,2 kr i ett Bull scenario.

### Bear scenario

Estimerat NAV per  
aktie 2025E

12,4 kr

Applicerad P/NAV-multipel

0,6x

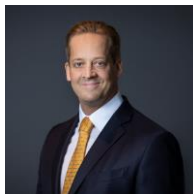
Potentiellt värde per aktie

7,4 kr

I ett Bear scenario bibehålls de senaste årens svala intresse för bostadsutveckling i Stockholm från finansierare, bl.a. till följd av en återigen stigande räntemiljö, vilket medför utmaningar gällande att erhålla finansiering för Titania. Till följd av detta blir finansieringskostnaderna högre, vilket försämrar lönsamheten i projekten och därmed Titantias vinster. Vidare innebär de högre kostnaderna även att vissa projekt måste senareläggas för att nå tillfredsställande lönsamhet och för att Bolaget ska uppfylla de finansiella riskbegränsningarna, där ett scenario då Titania ändå vill genomföra projekten kan medföra att Bolaget genomför en nyemission. Vidare påverkar den stigande räntemiljön även värdet på Titantias fastigheter negativt i form av ett ökat avkastningskrav.

Ytterligare en aspekt att beakta är Stockholmsregionens attraktivitet och därmed betalningsviljan för boende. I ett Bear scenario avtar befolkningstillväxten i länet och efterfrågan på bostäder ökar därmed inte i samma takt som i ett Base scenario, vilket minskar underbudet. För Titantias del förväntas detta kunna medföra en något förhöjd vakansrisk, vilket påverkar fastighetsvärdena negativt. Samtidigt argumenterar Analyst Group för att vakansrisken även i ett Bear scenario är relativt begränsad givet att hyrorna idag inte ligger på en marknadsmässig nivå i Stockholmsregionen och att en drastisk förändring skulle behöva ske för att vakanser ska uppstå i lägen med närhet till spårbinden trafik.

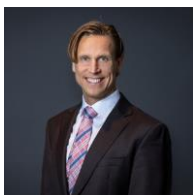
Sammantaget förväntas likväl flertalet projekt färdigställas under prognosperioden med ett växande substansvärde som följd, om än en lägre tillväxttakt än ett Base scenario. År 2028 estimeras substansvärdet per aktie uppgå till ca 27 kr, motsvarande en årlig tillväxttakt om ca 11 % från år 2021. Givet bl.a. de ytterligare svårigheterna att erhålla finansiering med högre finansieringskostnader som följd samt en stigande räntemiljö och vilket förväntat sentiment detta skulle innebära för en bostadsutvecklare som Titania, motiveras en högre substansrabatt än i ett Base scenario. Således appliceras en P/NAV-multipel om 0,6x på det estimerade substansvärdet om 12,4 kr per aktie år 2025, vilket medför ett potentiellt värde per aktie om 7,4 kr i ett Bear scenario.



## Einar Janson, VD och styrelseledamot

Einar är grundare av Titania och har varit VD på Bolaget sedan starten år 2005. Gällande utbildning så har han en Fil.kand. i idéhistoria från Stockholms universitet.

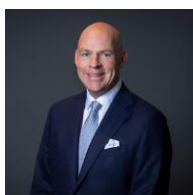
*Einar innehar 97,5 procent av aktierna i Einar Janson Invest AB som innehar 10 000 000 A-aktier och 27 319 913 B-aktier i Bolaget (52,2 % av kapitalet och 69,2 % av rösterna).*



## Anders Söderlund, CFO

Anders är CFO sedan år 2019 och har sedan tidigare en magisterexamen i redovisning från Stockholms universitet. Tidigare roller innefattar Controller på OSM och CFO på Onemotion.

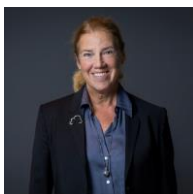
*Anders innehar 225 000 B-aktier i Bolaget (0,31 %) samt 1 500 000 teckningsoptioner i LTIP 2023/2026:1.*



## Knut Pousette, styrelseordförande

Knut är styrelseordförande sedan år 2021 och har en civilekonomexamen från Lunds universitet. Övriga pågående uppdrag innefattar styrelseledamot i Eastern Light AB, Företagsparken AB och Broadgate Asset Management AB.

*Knut innehar 50 000 B-aktier i Bolaget (0,07 %) samt 300 000 teckningsoptioner i LTIP 2023/2027:1.*



## Gunilla Öhman, styrelseledamot

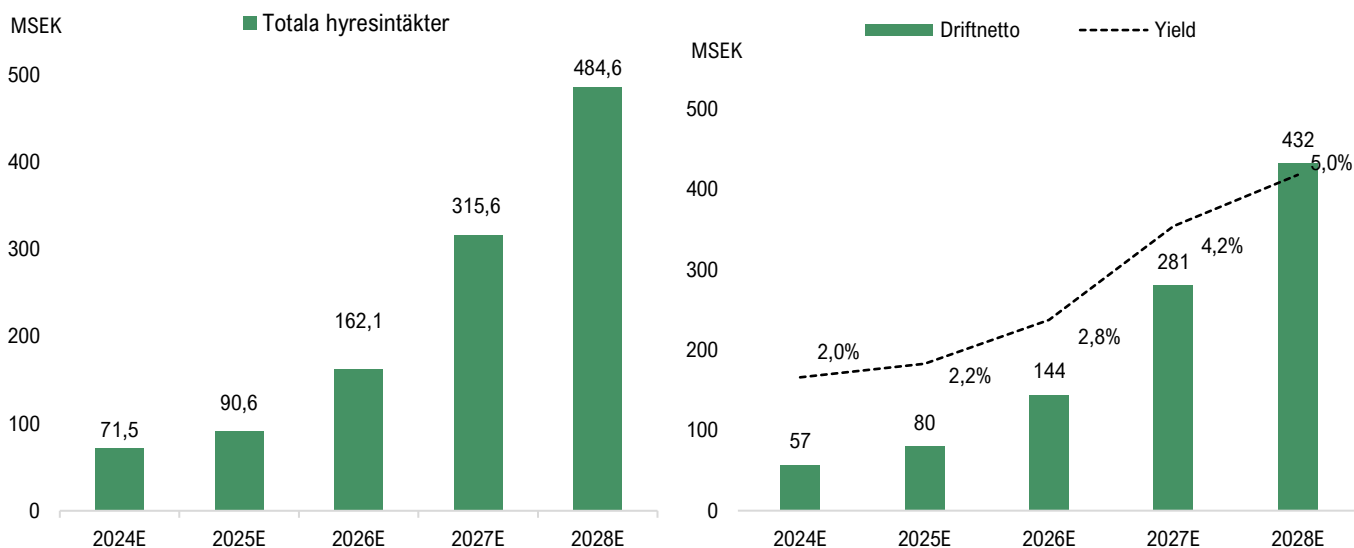
Gunilla är styrelseledamot sedan år 2021 och har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm. Övriga pågående uppdrag innefattar kommunikations- och IR-rådgivare i Carrara Communication AB, styrelseledamot i Atvexa AB, Carrara Communication AB, Dentalum AB och Fasadgruppen Group AB.

*Gunilla innehar 8 620 B-aktier i Bolaget (0,01 %) samt 100 000 teckningsoptioner i LTIP 2023/2027:1.*

# Appendix

Base scenario (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	64,5	73,7	90,6	1 147,2	1 687,7	1 083,9
Aktiverat arbete för egen räkning	276,7	509,4	409,8	1 157,4	1 430,6	1 323,7
Övriga rörelseintäkter	4,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>345,8</b>	<b>584,5</b>	<b>501,9</b>	<b>2 306,1</b>	<b>3 119,8</b>	<b>2 409,1</b>
Entreprenadkostnader	-427,7	-391,8	-512,3	-1 929,0	-2 384,3	-2 206,2
Fastighetskostnader	-9,2	-14,8	-10,5	-18,3	-35,1	-53,0
Övriga externa kostnader	-63,2	-27,0	-35,0	-41,0	-43,0	-47,0
Personalkostnader	-32,3	-19,2	-26,7	-29,1	-31,7	-34,3
Av- och nedskrivningar	-10,4	-8,6	-3,2	-3,6	-3,6	-3,6
<b>EBIT</b>	<b>-197,0</b>	<b>123,2</b>	<b>-85,8</b>	<b>285,0</b>	<b>622,1</b>	<b>64,9</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-742%	-526%	-549%	-76%	-48%	-116%
Realiserade värdeförändringar förvaltningsfastigheter	0,0	-17,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Orealiserade värdeförändringar förvaltningsfastigheter	277,7	491,5	470,6	477,7	407,6	945,6
<b>EBIT efter värdeförändringar</b>	<b>80,7</b>	<b>597,2</b>	<b>384,8</b>	<b>762,8</b>	<b>1029,6</b>	<b>1010,5</b>
Finansiella intäkter	5,0	17,8	4,4	6,6	7,6	19,1
Finansiella kostnader	-100,8	-137,4	-203,1	-258,9	-299,7	-398,2
<b>EBT</b>	<b>-15,1</b>	<b>477,6</b>	<b>186,1</b>	<b>510,5</b>	<b>737,6</b>	<b>631,4</b>
Skatt	-14,5	-98,4	-38,3	-105,2	-151,9	-130,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>-29,7</b>	<b>379,2</b>	<b>147,8</b>	<b>405,3</b>	<b>585,6</b>	<b>501,4</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-482%	-179%	-291%	-66%	-50%	-76%

<sup>1</sup>Justerad för aktiverat arbete



# Appendix

Balansräkning, Base scenario (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Tillgångar</b>						
Immateriella anläggningstillgångar	14,0	13,6	14,2	14,4	14,4	14,6
Förvaltningsfastigheter	1 974,1	2 850,0	3 648,4	5 052,1	6 604,1	8 608,7
Inventarier	1,5	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
Nyttjanderättstillgångar	8,5	7,2	7,4	7,5	7,7	7,8
Andelar i joint venture	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långsiktiga fordringar	43,2	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>2 041,2</b>	<b>2 931,8</b>	<b>3 721,1</b>	<b>5 125,2</b>	<b>6 677,4</b>	<b>8 682,5</b>
<b>Summa kortfristiga fordringar</b>						
Projektfastigheter	46,4	120,0	116,0	571,2	738,0	426,8
Färdigställda bostäder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Råvaror och förnödenheter	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	2,6	3,0	3,7	6,7	13,0	19,9
Aktuell skattefordran	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fordringar på joint venture	0,0	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga fordringar	207,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	15,1	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
<b>Summa kortfristiga fordringar</b>	<b>271,6</b>	<b>143,2</b>	<b>132,8</b>	<b>590,8</b>	<b>764,0</b>	<b>459,7</b>
Kassa	42,0	288,5	219,8	445,5	516,9	1 294,9
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>313,6</b>	<b>431,6</b>	<b>352,6</b>	<b>1 036,3</b>	<b>1 280,9</b>	<b>1 754,6</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>2 354,8</b>	<b>3 363,4</b>	<b>4 073,7</b>	<b>6 161,5</b>	<b>7 958,4</b>	<b>10 437,0</b>
<b>Eget kapital &amp; skulder</b>						
Aktiekapital	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Omräkningsdifferens/Reserver	16,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övrigt tillskjutet kapital	425,1	425,1	425,1	444,3	446,8	446,8
Balanserat resultat inkl. periodens resultat	294,5	689,7	837,4	1 242,8	1 828,4	2 329,8
Innehav utan bestämmande inflytande	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>736,3</b>	<b>1 115,5</b>	<b>1 263,2</b>	<b>1 687,7</b>	<b>2 275,9</b>	<b>2 777,3</b>
<b>Summa långfristiga skulder</b>						
Räntebärande skulder	568,3	1 620,9	2 171,8	3 410,1	4 348,0	5 942,5
Leasingskulder	6,6	4,3	4,9	4,1	3,3	2,5
Avsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skatteskuld	14,4	14,4	14,4	14,4	14,2	14,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>589,4</b>	<b>1 639,6</b>	<b>2 191,2</b>	<b>3 428,7</b>	<b>4 365,6</b>	<b>5 959,1</b>
<b>Summa kortfristiga skulder</b>						
Räntebärande skulder	935,6	540,3	543,0	852,5	1 087,0	1 485,6
Leasingskulder	1,9	2,9	1,2	1,0	0,8	0,6
Leverantörsskulder	30,9	32,2	42,1	158,6	196,0	181,3
Aktuella skatteskulder	14,8	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Övriga skulder	1,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	44,4	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>1 029,2</b>	<b>608,4</b>	<b>619,3</b>	<b>1 045,1</b>	<b>1 316,8</b>	<b>1 700,6</b>
<b>Summa eget kapital &amp; skulder</b>	<b>2 354,8</b>	<b>3 363,4</b>	<b>4 073,7</b>	<b>6 161,5</b>	<b>7 958,4</b>	<b>10 437,0</b>

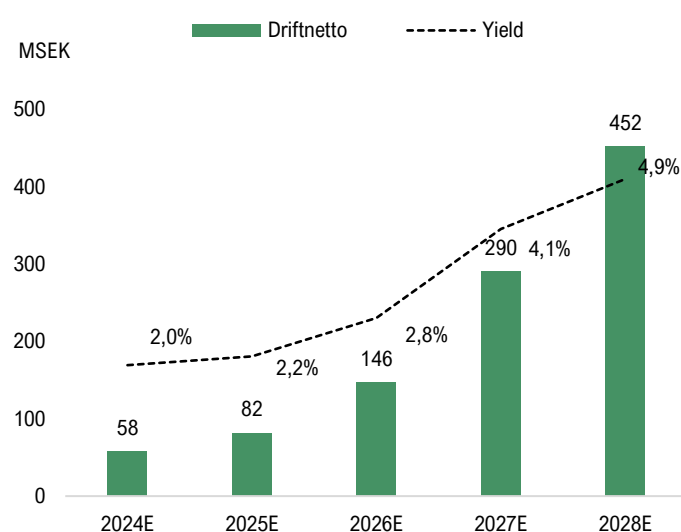
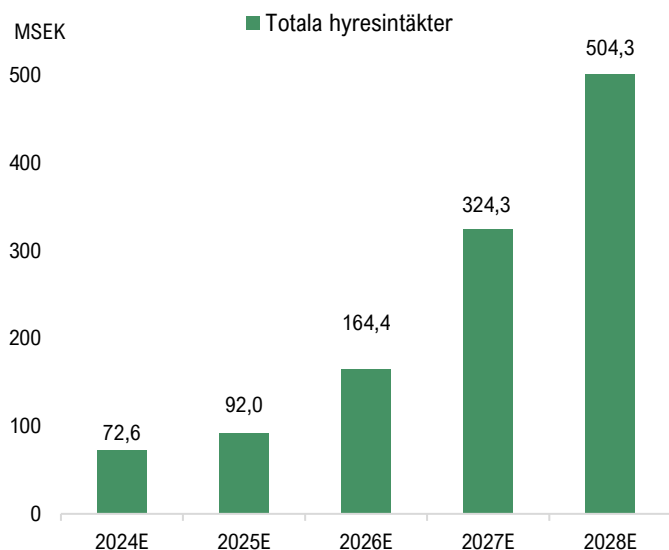


# Appendix

Kassaflödesanalys, Base scenario (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Rörelseverksamheten</b>						
Resultat före skatt	-15,1	477,6	186,1	510,5	737,6	631,4
Jus. För poster som inte ingår i kassaflödet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-Avskrivningar	10,4	8,6	3,2	3,6	3,6	3,6
-Avsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-Kapitaliserad ränta/ej realiserad valutaeffekt	0,0	2,0	4,0	4,0	4,0	4,0
-Förvärv/försäljning av dotterbolag	-9,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-Värdeförändringar förvaltningsfastigheter	-277,7	-491,5	-470,6	-477,7	-407,6	-945,6
Betald inkomstskatt	0,0	-98,4	-38,3	-105,2	-151,9	-130,1
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten före förändringar av RK</b>	<b>-292,3</b>	<b>-101,7</b>	<b>-315,7</b>	<b>-64,8</b>	<b>185,7</b>	<b>-436,6</b>
Ökning(-)/Minskning(+) av projektfastigheter	-110,7	-73,6	4,0	-455,1	-166,9	311,2
Ökning(-)/Minskning(+) av rörelsefordringar	1,9	202,0	6,5	-2,9	-6,3	-6,9
Ökning(-)/Minskning(+) av rörelseskulder	46,3	-26,4	9,9	116,4	37,4	-14,6
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b>	<b>-354,8</b>	<b>0,2</b>	<b>-295,3</b>	<b>-406,4</b>	<b>49,9</b>	<b>-147,0</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>						
Förvärv av förvaltningsfastigheter	-305,0	-407,5	-327,9	-925,9	-1 144,5	-1 059,0
Förvärv av immateriella anläggningstillgångar	-13,3	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,2
Övrigt	31,1	-0,2	7,0	-3,0	-3,0	-3,0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-287,2</b>	<b>-407,7</b>	<b>-321,9</b>	<b>-929,9</b>	<b>-1 148,5</b>	<b>-1 063,2</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>						
Upptagna lån	452,9	1 527,7	823,9	2 427,4	2 768,8	3 181,3
Amortering av skulder	-11,7	-872,4	-274,3	-883,6	-1 600,3	-1 192,2
Amortering av leasingkulder	-15,3	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Aktierelaterade incitamentsprogram	2,9	0,0	0,0	19,2	2,6	0,0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>428,9</b>	<b>653,9</b>	<b>548,6</b>	<b>1 562,0</b>	<b>1 170,0</b>	<b>1 988,1</b>
<b>Nettoökning (minskning) i likvida medel</b>	<b>-213,2</b>	<b>246,4</b>	<b>-68,6</b>	<b>225,7</b>	<b>71,4</b>	<b>777,9</b>
Ingående likvida medel	255,2	42,0	288,5	219,8	445,5	516,9
<b>Utgående likvida medel</b>	<b>42,0</b>	<b>288,5</b>	<b>219,8</b>	<b>445,5</b>	<b>516,9</b>	<b>1 294,9</b>

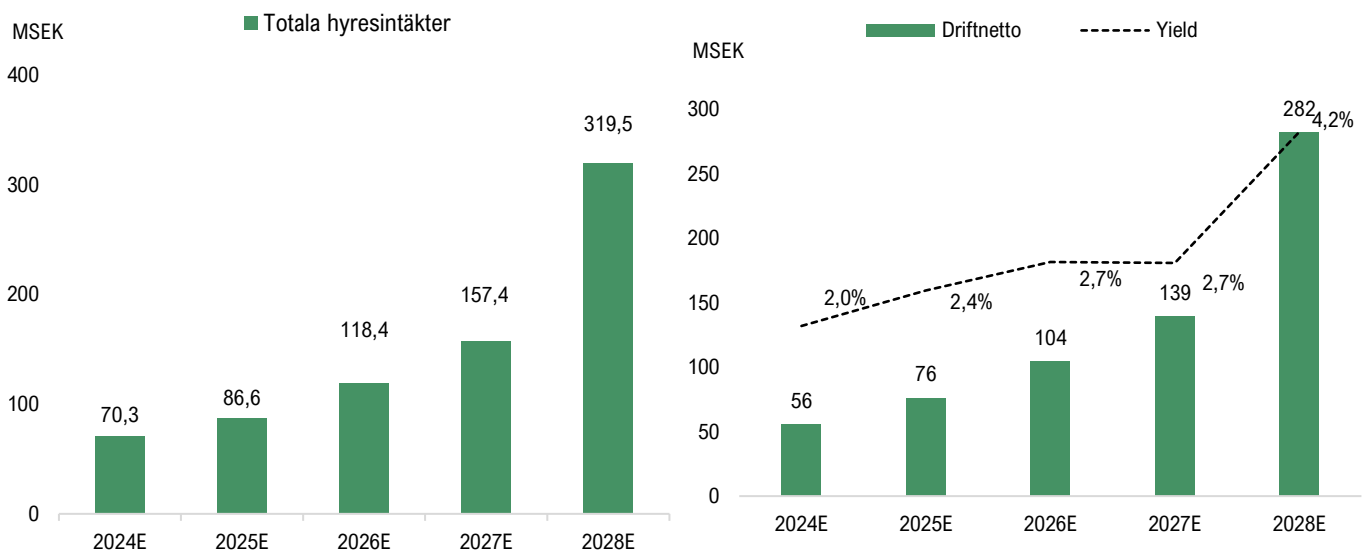
Bull scenario (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	64,5	74,8	92,0	1 169,9	1 723,8	1 138,8
Aktiverat arbete för egen räkning	276,7	509,4	409,8	1 157,4	1 430,6	1 323,7
Övriga rörelseintäkter	4,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>345,8</b>	<b>585,7</b>	<b>503,3</b>	<b>2 328,8</b>	<b>3 155,9</b>	<b>2 464,0</b>
Entreprenadkostnader	-427,7	-391,8	-512,3	-1 929,0	-2 384,3	-2 206,2
Fastighetskostnader	-9,2	-14,8	-10,4	-18,1	-34,6	-52,4
Övriga externa kostnader	-63,2	-27,0	-36,0	-42,0	-44,0	-48,0
Personalkostnader	-32,3	-19,2	-27,6	-30,1	-32,6	-35,3
Av- och nedskrivningar	-10,4	-8,6	-3,2	-3,6	-3,6	-3,6
<b>EBIT</b>	<b>-197,0</b>	<b>124,3</b>	<b>-86,2</b>	<b>306,1</b>	<b>656,7</b>	<b>118,5</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-742%	-517%	-541%	-73%	-45%	-106%
Realiserade värdeförändringar förvaltningsfastigheter	0,0	-17,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Orealiserade värdeförändringar förvaltningsfastigheter	277,7	491,5	585,1	610,6	551,9	1 136,1
<b>EBIT efter värdeförändringar</b>	<b>80,7</b>	<b>598,3</b>	<b>498,9</b>	<b>916,7</b>	<b>1208,6</b>	<b>1254,6</b>
Finansiella intäkter	5,0	17,8	4,4	8,8	10,1	25,4
Finansiella kostnader	-100,8	-137,4	-198,1	-243,9	-286,2	-385,6
<b>EBT</b>	<b>-15,1</b>	<b>478,7</b>	<b>305,2</b>	<b>681,6</b>	<b>932,5</b>	<b>894,5</b>
Skatt	-14,5	-98,6	-62,9	-140,4	-192,1	-184,3
<b>Nettoresultat</b>	<b>-29,7</b>	<b>380,1</b>	<b>242,3</b>	<b>541,2</b>	<b>740,4</b>	<b>710,2</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-482%	-175%	-184%	-53%	-40%	-54%

<sup>1</sup>Justerad för aktiverat arbete



Bear scenario (MSEK)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	64,5	72,5	86,6	1 042,2	1 115,9	1 177,9
Aktiverat arbete för egen räkning	276,7	509,4	179,7	549,4	1 264,5	1 434,9
Övriga rörelseintäkter	4,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>345,8</b>	<b>583,4</b>	<b>267,7</b>	<b>1 593,1</b>	<b>2 381,9</b>	<b>2 614,3</b>
Entreprenadkostnader	-427,7	-391,8	-224,6	-915,7	-2 107,5	-2 391,6
Fastighetskostnader	-9,2	-14,8	-10,5	-14,2	-18,5	-37,5
Övriga externa kostnader	-63,2	-27,0	-35,0	-41,0	-43,0	-47,0
Personalkostnader	-32,3	-19,2	-25,8	-28,2	-29,8	-31,4
Av- och nedskrivningar	-10,4	-8,6	-3,2	-3,6	-3,6	-3,6
<b>EBIT</b>	<b>-197,0</b>	<b>122,1</b>	<b>-31,4</b>	<b>590,5</b>	<b>179,5</b>	<b>103,3</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-742%	-536%	-246%	4%	-97%	-113%
Realiserade värdeförändringar förvaltningsfastigheter	0,0	-17,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Orealiserade värdeförändringar förvaltningsfastigheter	277,7	451,5	224,8	206,6	287,4	389,3
<b>EBIT efter värdeförändringar</b>	<b>80,7</b>	<b>556,0</b>	<b>193,4</b>	<b>797,1</b>	<b>466,9</b>	<b>492,6</b>
Finansiella intäkter	5,0	17,8	3,3	4,4	4,1	6,4
Finansiella kostnader	-100,8	-137,4	-203,1	-249,0	-273,9	-318,5
<b>EBT</b>	<b>-15,1</b>	<b>436,4</b>	<b>-6,4</b>	<b>552,5</b>	<b>197,1</b>	<b>180,5</b>
Skatt	-14,5	-89,9	0,0	-113,8	-40,6	-37,2
<b>Nettoresultat</b>	<b>-29,7</b>	<b>346,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>438,7</b>	<b>156,5</b>	<b>143,3</b>
Nettomarginal (adj.) <sup>1</sup>	-482%	-227%	-217%	-11%	-99%	-110%

<sup>1</sup>Justerad för aktiverat arbete



# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Titania Holding AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.