

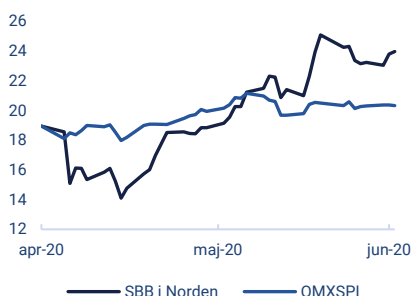
SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

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

Lista: Nasdaq Large Cap

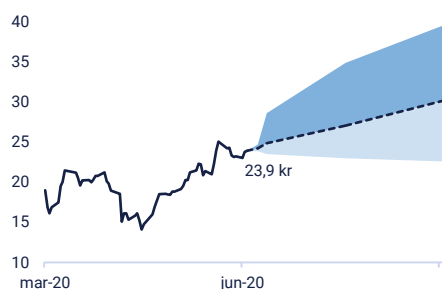
Aktie, senast: 24,14 kr
 Marknadsvärde: 30 612 mkr (exkl. preferens och D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
 Reuters Eikon: SBBb.ST1,5

AKTIEUTVECKLING


	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	83,8	1,4	-4,7	25,3

Källa: Thomas Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL


	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	23,6	30,2	39,6
Upp-/nedsida	-6%	26%	64%

Källa: Carlsquare

ANALYTIKER

Bertil Nilson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Stort bestånd och låga räntor lyfter intjäningen

SBB i Norden har expanderat snabbt under de senaste åren. Ledningen har lyft bolagets intjäningsförmåga kraftigt genom att pressa ned räntenivån på bolagets lån samt öka fastigheternas driftnetton. Köpet av Hemfosa har reducerat den operationella risken. På intjäning är SBB låg värderat i förhållande till övriga sektorn.

Transaktionsdrivet bolaget under erfaren ledning

VD Ilija Batljan grundade SBB i Norden (SBB) år 2016. Sedan dess har fastighetsbeståndet expanderat mycket snabbt och värderades per 31 mars 2020 till drygt 80 miljarder kronor. Grunden för detta är ett mycket starkt transaktionsteam.

Låg risk i samhällsfastigheter speglas i låga räntekostnader

Motpartsrisken i samhällsfastigheter är låg då de kommunala eller statliga myndigheternas hyresinbetalningar ytterst garanteras av den svenska staten. Under lågkonjunktur finns en risk för hyressänkningar inom andra segment som hotell, handel och kontor. Däremot är nedsidesrisken i hyror på bostäder och samhällsfastigheter begränsad. SBB är också bra på att förvärva och sedan utveckla eller sälja byggrätter för bostäder. Detta förväntas bidra till koncernens intjäningsförmåga med mellan 500 och 700 miljoner kronor på årsbasis, motsvarande 31-44 öre per aktie efter schablonskatt. För att nå målet behöver byggrätternas värde i genomsnitt öka från 1 400 till 3 500 kronor per kvadratmeter.

SBB har också lyckats sänka räntekostnadsnivåer på bolagets lån väsentligt. Det har i sin tur snabbt ökat bolagets intjäningsförmåga. Nu har bolaget tagit över Hemfosas låneportfölj, där vi och bolaget förväntar oss ytterligare sänkta räntekostnader framöver.

Fortsatt uppsida i aktien

Vi beräknar ett motiverat pris om 30,2 kronor per stamaktie i SBB för de kommande 6-12 månaderna i ett basscenario. Den främsta risken vi ser är att den svenska marknaden för obligationslån inte kommer att fungera lika bra som tidigare, vilket även gjort att ett antal större fastighetstransaktioner skjutits upp. Det har också bidragit till att öka yield-spreadarna mellan fullt uthyrda och vakanta fastigheter sedan mars 2020.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Hyesintäkter	1 680	1 996	5 309	5 536	6 008
Driftnetto	1 071	1 265	3 656	3 747	4 073
Rörelseres. före värdeföränd.	982	1 138	3 502	3 632	3 956
Rörelseres. efter värdeföränd.	2564	3630	5938	4182	4616
Resultat efter finansnetto	1 904	3 137	4 894	3 434	3 800
Årets resultat	1685	2881	2920	2732	3017
Överskottsgrad	64%	63%	69%	68%	68%
EBIT-marginal (exkl.värdeökn.)	58%	57%	66%	66%	66%
Nettovinstmarginal, %	100%	144%	55%	49%	50%
Vinst per stam-aktie	2,07	3,30	1,82	1,71	1,93
P/E	5,3x	7,2x	13,2x	14,1x	12,5x
EK/aktie (exkl.hybridobl.)	12,3	21,2	20,6	21,8	23,3
Soliditet	41%	30%	36%	36%	35%
P/EK	0,9x	1,1x	1,2x	1,1x	1,0x
Utdelning kronor per stam-aktie	0,0	0,6	0,7	0,8	0,9
Direktavkastning,	0,0%	2,5%	2,9%	3,3%	3,7%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

Investment case	3
Bolagsbeskrivning	6
Marknad, makro och demografi.....	12
Jämförbara bolag och värderingar i sektorn	14
Historik och prognoser.....	17
Substans- och kassaflödesvärdering	21
Risker.....	23
Friskrivning.....	24

Investment case

SBB i Norden har växt från 31 miljarder kronor i fastighetsvärde per 30 september 2019, till i dag cirka 80 miljarder kronor efter uppköpet av branschkollegan Hemfosa. På så sätt har en stor portfölj som domineras av samhällsfastigheter skapats. Samhällsfastigheter har en lägre motpartsrisk än kommersiella fastigheter, vilket kommer att visa sig värdefullt i en lågkonjunktur. Bolaget har också ett bra arbitrage på nästan tre procent mellan avkastningen från fastighetsportföljen och räntekostnader på lånen. Arbitraget kan förbättras om än marginellt framledes. Givet detta tillsammans med en låg värdering i förhållande till liknande bolag ser vi uppsida i aktien. I basscenariot beräknas ett motiverat värde per aktie om 30,2 kronor för de kommande sex till tolv månaderna.

Samhällsfastigheter innebär ökad trygghet

SBB i Norden (bolaget, SBB eller Samhällsbyggnadsbolaget) har under sin VD och tillika huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd omkring 80 miljarder kronor. Bolaget har under de senaste fyra åren dominerat transaktionsmarknaden inom sina segment (samhällsfastigheter och bostäder) och har även breddat sitt fokus för förvärv till övriga Norden.

Offentliga hyresgäster är säkra hyresbetalare med ett stort lokalbehov och som ofta sitter på långa hyreskontrakt (i genomsnitt sju års löptid i Samhällsbyggnadsbolagets kontraktportfölj). Dessa hyresgäster sitter ofta litet längre i samma lokaler som inte sällan är skräddarsydd för den specifika verksamheten och betalar i genomsnitt något mer i hyra jämfört med privata hyresgäster.

Skillnaden mellan segmentet för mer konjunkturkänsliga hyresgäster och offentliga hyresgäster lär bli tydligare i den lågkonjunktur som precis har inletts. Fram till hösten 2019 premierades bolag som ägde fastigheter i centrala Stockholm och Göteborg där hyresnivån steg snabbt i en stark konjunktur med brist på nya lokaler. Nu är läget det omvända med ett tryck nedåt på hyrorna i takt med att vakanserna stiger.

Säkra och stabila offentliga hyresgäster med en god betalningsförmåga ger en låg risk i SBB:s fastighetsbestånd.

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

Stabila hyresgäster premieras i ekonomiskt oroliga tider.

Fastighetsutveckling

I de fastighetsförvärv som SBB har genomfört har bostadsbyggrätter identifierats, både befintliga och sådana som arbetats fram i samarbete med kommunerna i planarbeten. Därefter har dessa bostadsbyggrätter avyttrats till andra aktörer. Det har ofta handlat om värden i storleksordningen 5 000 kronor per kvadratmeter byggrätt i regionstäder som till exempel Nyköping. Alltså ett mindre spektakulärt segment av marknaden.

SBB har kommunicerat om ett utökat fokus på fastighetsutveckling. Denna satsning bedöms inte som fullt diskonterad i dagens aktiekurs. Målet är att årligen generera ett resultat på mellan 500 och 700 miljoner kronor genom fastighetsutveckling. Bryts dessa mål ned på byggrättsnivå handlar det om att öka det genomsnittliga värdet per byggrätt från 1 400 till 3 500 kronor per kvadratmeter.

Fastighetsutveckling handlar inte längre så mycket om försäljning av byggrätter för bolagets del, utan mer om att utveckla fastigheterna genom att driva om- och nybyggnadsprojekt kopplade till nya hyreskontrakt med offentliga hyresgäster själva i mål (det vill säga tecknat hyreskontrakt och färdigställd byggnad).

Det finns en brist på bostäder, skolor och ålderdomshem runt om i Sverige, bostäder främst i stor- och regionstäder. Det kommer att innebära att SBB fortsätter med Hemfosas koncept i större omfattning och nyproducerar samhällsfastigheter och tecknar längre hyreskontrakt, vilket leder till en värdeökning på dessa fastigheter. Troligen kommer en väsentlig del av målet om 500-700 miljoner kronor i fastighetsutvecklingsvinster att komma från sådana nybyggnationer framöver.

En annan del är att bygga ett förtroende hos kommunerna, vilket bolagets VD med ett eget förflutet som politiker lyckats väl med.

Målsättningen är att fastighetsutveckling skall generera ett resultat om 500-700 miljoner kronor på årsbasis.

Om- och nybyggnadsprojekt i fokus för fastighetsutveckling.

Brist på bostäder, skolor och ålderdomshem runt om i Sverige öppnar möjligheter för bolaget.

Förbättrade kreditrating och lägre räntekostnader

Fastighetsinvesteringar är en kapitalkrävande verksamhet, där räntenivån på företagets lån får en stor betydelse på förvaltningsresultatet. Företagsledningen har lånat cirka 60 procent av bolagets kapital via obligationsmarknaden och på så sätt lyckats pressa den genomsnittliga räntekostnaden till 1,5 procent. Detta har skett genom ett målmedvetet jobb mot en förbättrad kreditrating, där bolaget har nått en Investment Grade-rating BBB-samt breddat sig mot euro-marknaden.

Genomsnittlig ränta har kommit ner till 1,5 procent. Det möjliggör för ett bra arbitrage om tre procent.

Under andra kvartalet 2020 har fastighetsförsäljningar för cirka nio miljarder kronor skett, vilket kommer att förbättra koncernens soliditet. De formella kraven för att erhålla en Investment Grade-rating BBB+ är efter frånträden av fastigheter på plats.

BBB+ ligger i korten.

Framöver kommer bolaget åter att börja köpa fastigheter med det kassaflöde som årligen genereras (cirka fyra miljarder kronor), vilket med 50 procent belåningsgrad ger ett årligt förvärvsutrymme om cirka åtta miljarder kronor. Givet köp på omkring 4,5-5,0 procent i genomsnitt ger det ett avkastningsarbitrage på cirka tre procent per år, vilket kommer att öka bolagets vinst per aktie.

Avkastningsarbitrage på tre procent.

Värdering

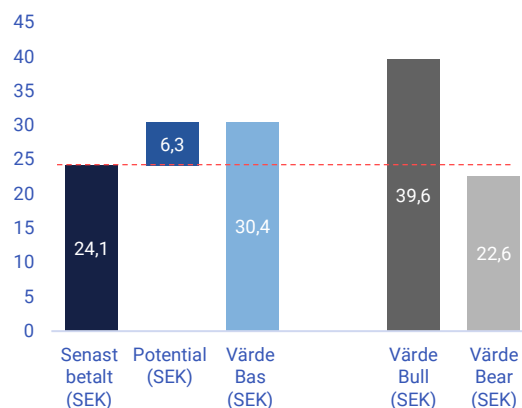
Genom att vika tre värderingsmetoder utifrån bolagets intjäningsförmåga, substansvärde och DCF-värde (kassaflödesvärdering) kommer vi fram till ett motiverat värde på 30,2 kronor per aktie i vårt basscenario. Värderingsintervallet varierar från 22,6 kronor per aktie i Bear-scenariot till 39,6 kronor i Bull-scenariot.

Ett motiverat värde om 30,2 kronor motsvarar en potentiell uppsida om 26 procent.

Värdering motiverat värde per stamaktie (kr)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie	1,6	1,6	1,6
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt)	28,1	24,5	33,5
Motiverat värde, intjäning	45,0	39,2	53,6
Substansvärde, SBB-aktien	18,2	18,2	18,2
Genomsnittlig P/JEK fastighetsbolag	110%	90%	130%
Motiverad värdering på substans	20,1	16,4	23,7
Motiverat DCF-värde	24,3	17,6	31,9
Applicerat på intjäning	35%	25%	45%
Applicerad vikt för substansvärde	30%	35%	25%
Applicerat värde på DCF-värde	35%	40%	30%
Total vikt för båda värderingarna	100%	100%	100%
Värde per aktier i ett basscenario	30,2	22,6	39,6

Illustration, värdering (kr)



Källa: Carlsquare Prognoser

Källa: Carlsquare Prognoser

I värderingen baserat på intjäningsförmågan utgår vi från 1,60 kronor per stam-aktie efter avdrag för ränta på hybridobligationen och återköp av preferensaktier men beräknad före värdeförändringar på fastigheter. Vi applicerar ett P/E-tal på 24,5x som är genomsnittet för de börsnoterade svenska fastighetsbolagen i bear-scenariot, till 28,1x i Bas-scenariot (60 procent viktat på de svenska fastighetsbolagen samt 20 procent vardera på Kojamo och Aedifica - ett finländskt bostadsbolag respektive ett belgiskt samhällsfastighetsbolag). P/E-talet enligt Bull-scenario på 33,5x är baserat på genomsnittet av Aedificas och Kojamos värderingar.

Substansvärdet i SBB på 18,2 kronor per stamaktie är beräknat efter avdrag för ett antaget återköp av D- och preferensaktierna. Här applicerar vi 110 procent av substansvärdet i Bas-scenario lika med genomsnittet för de svenska fastighetsaktierna. Detta värde varierar sedan med +/-20 procent mellan 90 och 130 procent av substansvärdet i Bear- respektive Bull-scenariona.

DCF-värdet slutligen är baserat på en kassaflödesvärdering av SBB och dess stamaktie, där detaljerna presenteras närmare på sidan 22.

Värderingen av SBB-aktien och främst dess fastighetsportfölj är starkt avhängig ett fortsatt lågt ränteläge samt avkastningskrav för samhällsfastigheter och bostäder.

Som i alla bolag är verksamheten personberoende. Även om SBB har ett starkt team inom transaktioner, förvaltning och fastighetsutveckling, är tilltron till bolagets grundare och VD Ilija Batljan central för aktiens värdeutveckling. Detta då bolaget har skapats och expanderat under hans ledning.

Bolagsbeskrivning

SBB har ett starkt team som efter uppköpet av Hemfosa har utökat sitt fokus på samhällsfastigheter medan bostadsinslaget har minskat något. 73 procent av hyresintäkter kommer från hyresgäster vars verksamhet direkt eller indirekt finansieras av den offentliga sektorn. Till det kan läggas 15 procent som är bostadshyresintäkter. Fastighetsbeståndet finns fördelat över Norden med fokus på Sverige. En höjd kreditrating till BBB+ kan ligga i korten samtidigt som bolaget avser att fortsätta expandera sin portfölj med åtta procent per år. Målen för årliga vinster från fastighetsutveckling har också höjts.

Starkt team som fokuserar på samhällsfastigheter

Det finns ett starkt transaktionsteam bakom den snabba värdeökningen på fastighetsportföljen. Ilija Batljan har på fyra år tagit SBB i Norden från ett fastighetsvärde på noll kronor till cirka 80 miljarder kronor. Det har skett genom att bygga upp ett starkt transaktions- och förvaltningsteam kring sig, vilket inkluderar styrelsen och stora aktieägare som inte sällan blivit delägare via apportemissioner av fastigheter in i SBB.

Starkt transaktionsteam med Ilija Batljan i spetsen.

I företagsledningen återfinns vice VD Lars Thagesson som har flera decenniers yrkeserfarenhet från Kungsleden och Hemfosa främst inom transaktioner. Här hittar vi även Krister Karlsson inom fastighetsutveckling, Fredrik Holm inom bostadsförvaltning, Annika Ekström inom samhällsfastigheter, styrelseordförande Lennart Schuss (tidigare ledande partner inom större fastighetstransaktioner på Catella Corporate Finance), Sven-Olof Johansson (huvudägare i Fastpartner) och Fredrik Svensson (Arvid Svensson Invest som är framgångsrika storägare i Balder och tidigare också i Klöver).

Ilija stötts av en kompetent och erfaren ledningsgrupp och styrelse.

Ökad direktavkastning efter förvärv av Hemfosa

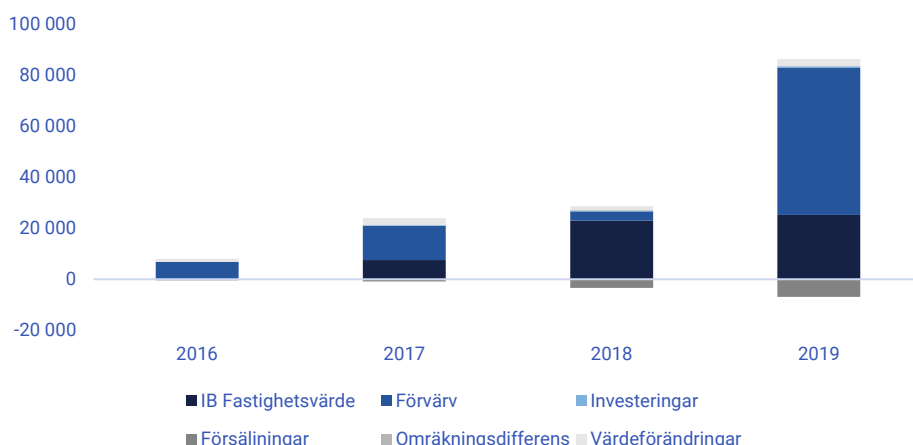
Genom att förvärva Hemfosas fastighetsportfölj om drygt 41 miljarder kronor per 31 december 2019 har SBB:s nya större fastighetsbestånd förskjutits i riktning mot större enheter med en ökad andel offentliga hyresgäster och med en högre direktavkastning. Samtidigt har andelen bostäder och LSS-boende minskat sin andel av portföljvärdet relativt sett.

Ökad andel av större förvaltningsenheter och offentliga hyresgäster efter köpet av Hemfosa.

Det nya större SBB i Norden är en finansiellt stark aktör med 3,8 miljarder kronor i kassan per 31 mars 2020. Det är viktigt inte minst vid nyproduktionsprojekt som kan ge långa hyresavtal med kommunala och statliga hyresgäster. Avkastningen på sådana projekt uppgår i genomsnitt till mellan 8-10 procent, vilket är väsentligt bättre än de ofta 4,5-5,0 procent direktavkastning som bolaget gör sina fastighetstransaktioner till.

Nyproduktionsprojekt med en möjlig avkastning om 8-10 procent.

Utveckling fastighetsvärde SBB i Norden, 2016-2019 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Förvärvet av Hemfosas fastighetsportfölj adderade ett bestånd med genomsnittligt högre hyresvärde per kvadratmeter och därmed också större överskottsgrad (driftnetto dividerat med hyresintäkter). Direktavkastningen på den nya kombinerade fastighetsportföljen steg till 4,2 procent från tidigare 3,3 procent. Det framgår av resultatsammanställningen av SBB:s tidigare fastighetsportfölj, Hemfosa och den nya större fastighetsportföljen nedan.

Nyckeltal, före och efter förvärvet av Hemfosa

Resultat på fastighetsnivå 2019	Gamla SBB	Hemfosa	Nya SBB
	Helår 2019	Helår 2019	Helår 2019
Hysesintäkter	1 996	2 884	4 880
Driftskostnader	-471	-445	-916
Underhåll	-115	-188	-303
Förvaltningsadministration	-104	-89	-193
Fastighetsskatt	-41	-103	-144
Driftnetto	1 265	2 059	3 324
Hysesintäkt per kvadratmeter (kronor)	1 005	1 284	1 153
Driftskostnader/Hysesintäkter	23,6%	15,4%	18,8%
Underhållskostnader/Hysesintäkter	5,8%	6,5%	6,2%
Förvaltningsadministration/Hysesintäkter	5,2%	3,1%	4,0%
Marknadsvärde fastigheter	38 043	41 499	79 542
Direktavkastning fastigheter	3,3%	5,0%	4,2%

Källa: Bolagsinformation

Företagsledningen räknar med 40 miljoner kronor i operationella synergier (lägre centrala administrationskostnader) samt 260 miljoner kronor i finansiella synergier (lägre räntekostnader på bolagets lån) som en följd av Hemfosa-förvärvet. Bokföringsmässigt motsvaras detta av en goodwillpost på närmare 6,7 miljarder kronor i SBB:s balansräkning per 31 mars 2020.

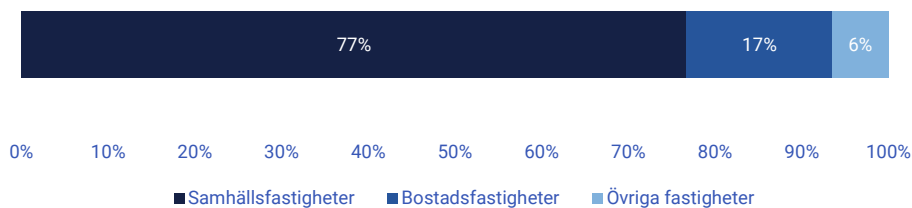
Synergier värda 300 miljoner kronor.

Samhällsfastigheter – 77 procent av portföljen

Förvärvet av Hemfosa har förskjutit SBB:s fastighetsportfölj än mer mot samhällsfastigheter som räknat på marknadsvärde har ökat från 60 procent per 30 september 2019 till 77 procent per 31 mars 2020. Samtidigt har andelen bostadsfastigheter minskat från 34 procent till 17 procent under motsvarande period.

Samhällsfastigheter definieras som fastigheter vars hyresgäst är stat, kommun eller landsting.

SBB i Norden - Fastigheter per kategori 31 mars 2020



Källa: Bolagsinformation

Svenska och norska staten, de två största hyresgästerna

De tio största offentliga hyresgästerna står för ungefär en tredjedel av SBB:s årliga hyresintäkter. Det är en ganska normal riskdiversifiering vad gäller större hyresgäster, men att de är statliga minskar risken väsentligt. Svenska och norska staten är de två största hyresgästerna med 16 respektive fem procent av de totala hyresintäkterna per 31 december 2019. Det visar också på den höga hyresgästkvaliteten i koncernens bestånd.

Svenska staten står för 16 procent av hyresintäkterna.

Betalar bättre för lokalerna

Offentliga hyresgäster tenderar att sitta längre i samma lokaler jämfört med privata hyresgäster och dessutom betala något mer. De offentliga myndigheterna kan också få ålägganden som kräver en snabb och kostsam lokalexpansion. Ett exempel är Migrationsverket i samband med flyktingkrisen år 2015.

Hyresintäkter, ytterst garanterad av staten

Samhällsfastigheter som är SBB i Nordens huvudmarknad med stat, kommun och landsting som hyresgäster ger stabila hyresförhållanden och normalt längre löptider på hyreskontrakten, vilket är eftertraktat. Fastighetsägarna i detta segment är till en stor andel finansiellt starka aktörer.

Svenska staten garanterar betalningar från kommuner och landstingen. Mycket av det sker via statsbidrag.

Offentliga hyresgäster är mer säkra betalare än privata företag, eftersom hyres- och andra betalningar från kommuner och landsting garanteras av den svenska staten. Det gör att skillnaden mellan att ha en offentlig hyresgäst i Ludvika eller Uppsala inte är så stor annat än restvärdet, dvs vad lokalerna kan hyras ut för när gällande hyreskontrakt har löpt ut.

Långa hyresavtal men liten genomsnittlig lokal

Totalt sett ägde Samhällsbyggnadsbolaget 1 394 fastigheter per 31 december 2019. Med en total uthyrningsbar yta om cirka 4,2 miljoner kvadratmeter innebär det att genomsnittsobjektet är litet, endast cirka 3 000 kvadratmeter lokaler. Den genomsnittliga återstående hyresavtalstiden är omkring sju år för SBB:s fastighetsportfölj. Institutionellt kapital gillar långa hyresavtal, däremot brukar de föredra litet större förvaltningsobjekt.

Total uthyrningsbara ytor om 4,2 miljoner kvm fördelat på 1 394 fastigheter.

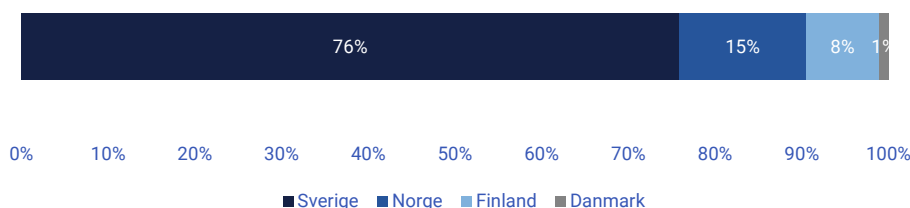
Geografisk fördelning av fastighetsportföljen

Aktiv på den nordiska marknaden

Samhällsbyggnadsbolaget startade i Sverige men etablerade sig tidigt även i Norge. Investeringarna i Finland och Danmark kom senare. Samhällsfastigheter i Norge, Finland och Danmark erbjuder en något högre direktavkastning än i Sverige.

I Norge köpte bolaget en fastighet i centrala Oslo som hyrdes av DNB för cirka 4,5 miljarder kronor i mars 2017 och som såldes för 4,9 miljarder kronor 2019. Nedan visas den geografiska fördelningen av bolagets fastighetsportfölj per den 31 mars 2020. Som framgår finns större delen av fastighetsportföljen i Sverige.

Geografisk fördelning per land av SBB:s fastighetsportfölj per 31 mars 2020



Källa: Bolagsinformation.

Stor andel i storstadsområden hos SBB lyfter genomsnittshyran

Efter övertagande av Hemfosas fastighetsportfölj som står för hälften av SBB-koncernens nya större fastighetsinnehav, uppgår den genomsnittliga hyresnivån till 1 200 kronor per kvadratmeter och år. Det är relativt högt, vilket förklaras av att 66 procent av SBB:s fastighetsportfölj i Norden finns i storstadsområden. Det är samtidigt mycket långt till de 3 000-4 000 kronor per kvadratmeter och år som lokalerna kostar i B-läge i Stockholms innerstad. Historiskt är det kontorshyror i Stockholm city (A-läge) som stiger mest i slutet av en högkonjunktur och sedan faller mest under en lågkonjunktur.

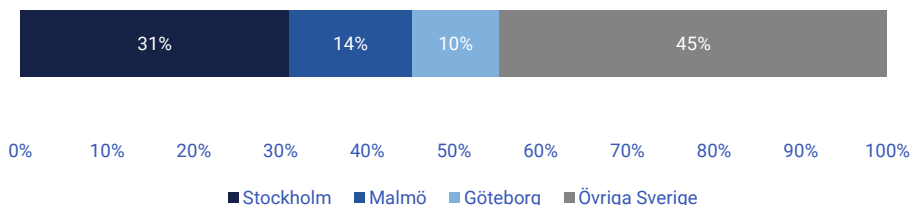
Den stora nedsidesrisken bedöms finnas i kontorshyror i Stockholm city. Ett område där SBB inte finns i dag.

66 procent av SBB-koncernens fastighetsbestånd ligger i någon nordisk storstadsregion. Stockholm, Göteborg och Malmö i Sverige. Oslo, Kristiansand, Bergen och Trondheim i

Hyresintäkterna kommer till stor del från storstadsregioner.

Norge, Åbo, Helsingfors och Tammerfors i Finland samt Köpenhamn och Århus i Danmark. Fördelningen av beståndet mellan regionstäderna Stockholm, Malmö och Göteborg liksom "Övriga Sverige" framgår i diagrammet nedan. Övriga Sverige utgör hela 45 procent. Risken får därmed betecknas som genomsnittlig vad gäller geografisk spridning i Sverige.

Fördelning hyresintäkter per region i Sverige den 31 december 2019



Källa: Bolagsinformation

SBB i Norden har den mest storstadsorienterade fastighetsportföljen i Norge, där 82 procent av bolagets hyresintäkter kommer från Oslo-regionen. I Finland är 73 procent av hyresintäkterna från fastigheter i Helsingfors-, Tammerfors- eller Åbo-regionerna. Fastigheter i Köpenhamnsregionen står för två tredjedelar av SBB:s hyresintäkter i Danmark.

För bolaget utgör storstadsregionerna en än större andel i Norge och Finland.

Fastighetsutveckling adderar värden

Som ett transaktionsdrivet och opportunistiskt bolag arbetar SBB med att identifiera bostadsbyggrätter i sitt bestånd. Dessa kan sedan säljas till externa parter och i vissa fall till samriskbolag där SBB är delägare. Målet är att sådana försäljningar samt annan fastighetsutveckling ska bidra med 500-700 miljoner kronor i vinst per år. Det kan relateras till koncernens byggrättsportfölj om cirka 1,8 miljoner kvadratmeter BTA per 31 mars 2020.

Bolaget har 25 000 bostadslägenheter, varav 600 stycken ska renoveras årligen. Sådana renoveringar höjer i genomsnittshyresnivån från cirka 960 till cirka 1380 kronor per kvadratmeter och år. Produktionskostnaden är 4 000-5 000 kronor per kvadratmeter. Det ger alltså en avkastning på mellan 8-10 procent på investerat kapital, jämfört med 4,5-5,0 procent vid fastighetsköp. Avkastningsarbitraget på renovering ligger på 6-8 procent jämfört med tre procent vid köp av färdiga fastigheter.

Årligen renoveras nästan 2,5 procent av bostadslägenheterna. Avkastning på investerat kapital för renovering är mellan 8-10 procent.

Strategi och finansiella mål

En högre kreditrating och expansion av fastighetsportföljen

SBB ska vara en pålitlig och långsiktig samarbetspartner med den offentliga sektorn genom att förvalta, renovera och bygg nytt inom samhällsfastigheter i Norden. Vidare ska bolaget jobba med reglerade hyresrätter på bostadssidan i Sverige. Det innebär att hyrorna är satta utifrån bruksvärdet och därmed är lägre än marknadsmässiga hyresnivåer framförallt i de större städerna. Det innebär att hyrorna i stor sett bara kan öka med några procent per år, däremot inte minska i en lågkonjunktur.

SBB ska jobba med reglerade hyresrätter på bostadssidan i Sverige, vilket begränsar nedsidan under en lågkonjunktur.

BBB+ inom räckhåll

Företaget vill nå en kredit-rating på BBB+, upp två nivåer från dagens BBB-. BBB-nivåerna (BBB-, BBB och BBB+) är det fjärde högsta betyget av tio hos Standard & Poors och det lägsta som är Investment Grade. Om bolaget erhåller BBB+ kommer vidare finansiering att underlättas. Möjligen skapas också ytterligare nedsida i den genomsnittliga räntan. Hufvudstaden (som har den klart högsta soliditeten i fastighetssektorn) ligger nedåt 1,2-1,3 procent i ränta på sina obligationslån, så potentialen bör vara begränsad från dagens redan låga nivåer.

Formella krav för BBB+ uppnåddes under andra kvartalet 2020.

För att uppnå alla formella krav för BBB+ ska belåningsgraden i SBB-koncernens fastighetsportfölj sänkas från i mars 2020 redovisade drygt 60 procent till 50 procent. De formella kraven uppnåddes under andra kvartalet 2020 efter en försäljning av fastigheter för

Belåningsgraden efter frånträde ligger runt 50 procent.

totalt cirka elva miljarder kronor sedan 23 december 2019. Försäljningarna har skett till ungefär bokförda värden, det vill säga cirka 15 procent premie jämfört med Hemfosas bokförda värden på fastigheterna (då det främst var dessa fastigheter som såldes). Den största affären var en nettoförsäljning till Nyfosa om cirka 4,5 miljarder kronor. Frånträde i denna affär sker dock först i juli eller augusti 2020.

Ökat förvaltningsresultat och utökad fastighetsportfölj

Bolagets avsikt är att öka förvaltningsresultatet per stamaktie med 15 procent i årstakt de närmaste fem åren. Det kommer att ske givet att bolaget når sina mål om en årlig vinst på 500-700 miljoner kronor på fastighetsutveckling samt nettoköp av nya fastigheter om åtta miljarder kronor per år med nettoarbitrage på omkring tre procent.

Förvaltningsresultat per aktie skall öka med 15 procent under de kommande fem åren.

Starkt kassaflöde finansierar fastighetsportföljens expansion

SBB ska expandera fastighetsportföljen från dagens cirka 80 miljarder kronor till 125 miljarder kronor år 2025, motsvarande en årlig tillväxt om cirka åtta procent. Det kan ske utan att öka belåningsgraden och inte heller genomföra några nyemissioner. Detta då bolagets kassaflöde är starkt. Räntetäckningsgraden ska uppgå till minst 3,0x.

Fastighetsportföljen skall växa i genomsnitt med åtta procent per år fram till 2025.

Hållbarhet

Bolaget har högt uppsatta hållbarhetsmål och ska vara klimatneutrala år 2030 inom sin fastighetsförvaltning. Bolagets hållbarhetsarbete bedrivs i tre dimensioner: social, ekonomiska och miljö kopplade till FN:s globala hållbarhetsmål. Dessa omfattar allt från att avskaffa den extrema fattigdomen, minska ojämlikhet och orättvisor (exempelvis mellan könen) samt att lösa klimatkrisen. Bolaget ser även över klimatrisker i det egna fastighetsbeståndet.

Målet är att bolagets fastigheter ska vara klimatneutrala år 2030.

I nybyggnation, som är det skede då bolaget kan påverka mest till att göra en byggnad miljömässigt hållbar, är valet av material väsentligt. Ett exempel är att andelen hus (både bostäder och kommersiella lokaler) som uppförs i trä har ökat väsentligt de senaste åren om än från tidigare låga nivåer.

Nybyggnation i mer miljövänliga material.

Hållbarhetsarbetet förbättrar bolagets anseende gentemot sina hyresgäster (där offentliga myndigheter brukar ha ett extra fokus på dessa frågor) samt kreditgivare. Men det sker också en väsentlig förbättring av driftnettot på bostäderna, där uppvärmningskostnader är en stor delpost. På bostadssidan ökar fastigheternas nettoresultat med omkring 90 procent efter att större energibesparande investeringar har genomförts.

Utveckling, skuldportfölj

SBB i Norden hade omkring 52 miljarder kronor i räntebärande skulder per 31 mars 2020. Därutöver finns en hybridobligation på tio miljarder kronor som bokföringsmässigt tillgodoräknas eget kapital. Detta då denna hybridobligation inte behöver betalas tillbaka av bolaget. Det innebär att det är ett mycket effektivt sätt för bolaget att anskaffa kapital. Dels på grund av den relativt låga räntan men också för att hybridobligationen höjer bolagets redovisade soliditet, vilket i sin tur ger bolaget ökade lånemöjligheter. Ratinginstituten brukar räkna 50 procent av hybridobligationen som eget kapital i sina beräkningar av kreditrelaterade nyckeltal för bolaget.

SBB:s belåningsgrad uppgick per den 31 mars 2020 till 61 procent.

Förfall av obligationslån kan ge lägre ränta

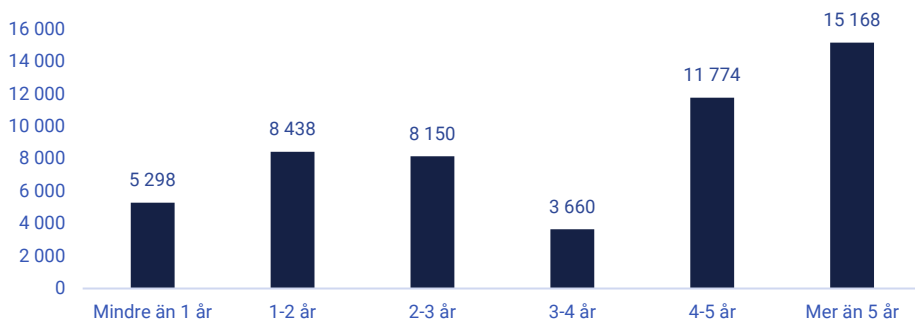
61 procent av koncernens räntebärande skulder (exklusive hybridobligationen) utgörs av obligationslån. Utöver det har koncernen utnyttjade kreditfaciliteter om nio miljarder kronor per 5 juni 2020 (en ökning med två miljarder kronor jämfört med 31 mars 2020).

Den genomsnittliga räntesatsen låneportfölj ligger på 1,5 procent.

Förfallostrukturen för Samhällsbyggnadsbolagets lån inklusive företagscertifikat framgår av grafen nedan. Bolaget har köpt tillbaka en stor del av de obligationslån som förfaller inom det närmaste året. Nedan visas tidsintervall för bolagets förfall av krediter

Drygt en fjärdedel av bolagets krediter förfaller inom två år.

Samhällsbyggnadsbolaget, Kreditförfallostruktur per 31 mars 2020 (MSEK)



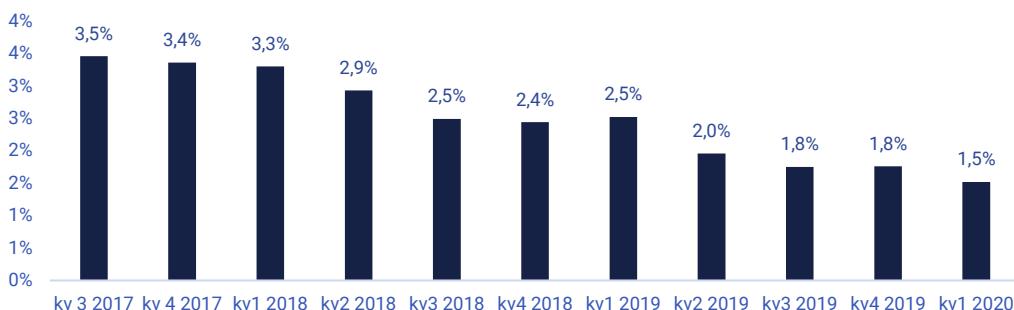
Källa: Bolagsinformation

Av utestående obligationslån på totalt 357 miljoner kronor som räntemässigt ska omförhandlas inom ett år är genomsnittsräntan 3,57 procent, en nivå som bör kunna upprätthållas eller rentav förbättras även i dagens något svagare marknad. Förbättrat kreditrating ökar chanserna till en lägre ränta framledes om än marginellt.

Förfall ger möjlighet till lägre ränta.

Som framgår av diagrammet nedan har SBB i Norden minskat sin räntekostnadsnivå från 3,5 procent i tredje kvartalet 2017 till 1,5 procent per första kvartalet 2020.

Utveckling av genomsnittlig ränta för Samhällsbyggnadsbolagets låneportfölj



Källa: Bolagsinformation

Marknad, makro och demografi

Sverige, Europa och Övriga världen har gått in i en lågkonjunktur sedan Covid-19 utbrottet i mars 2020. Ett tecken är stigande arbetslöshet, vilket brukar leda till ökade lokalvakanser samt press på främst kontors- och butikshyror. Samhällsfastigheter och bostäder bör drabbas mycket litet eller inte alls av en sådan konjunkturförsvagning.

Samhällsfastigheter minst drabbat av fallande aktivitet

Den kraftiga nedgången i ekonomisk aktivitet i Sverige och vår omvärld i spåren av Coronakrisens utbrott i mitten av mars 2020 slår olika hårt mot fastighetssektorns delsegment. Hårdast drabbas tveklöst hotell, restaurang och övriga lokaler riktade mot aktiviteter inom besöksindustrin (turism). Näst hårdast drabbat är rimligtvis handeln. Samhällsfastigheter och bostäder är de fastighetskategorier som sannolikt kommer drabbas minst av en lågkonjunktur.

Fastigheter riktade mot turism, så som hotell, drabbas hårdast av rådande Coronakris.

BNP-utveckling Sverige kv1 2017-kv4 2021P



Källa: Ekonomifakta, Konjunkturinstitutet.

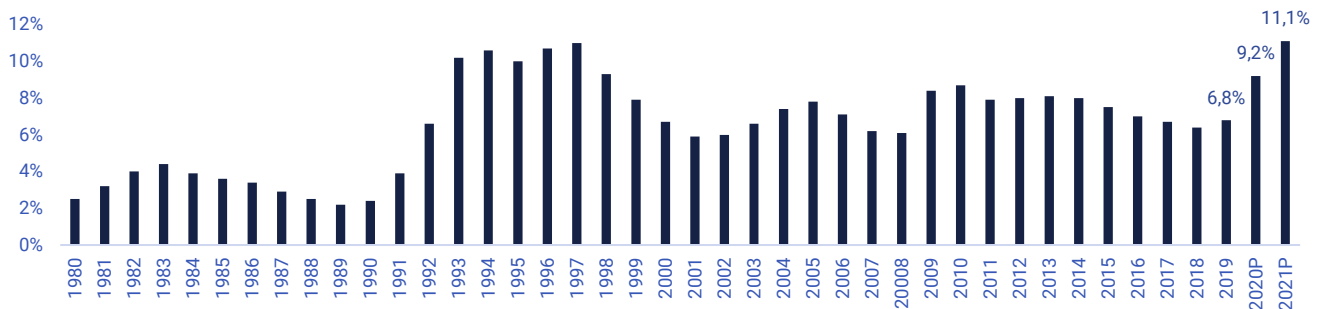
Osäkerhet hämmar transaktionsklimatet

Samtidigt har transaktionsmarknaden för fastigheter bromsat in till följd av att värdeuppfattningar skiljer sig åt mellan köpare och säljare, men även att obligationslånemarknaden inte fungerar lika väl som tidigare. Vad gäller fastighetskategorier är det främst kontor och handel som mött en ökad svårighet att få bankfinansiering.

Låg ränta ökar pensionskapitalets efterfråga

Det viktigaste för fastighetsbranschen vid sidan av hyresutvecklingen på kommersiella lokaler som följer BNP-utvecklingen i kombination med andelen nyproducerat är ränteutvecklingen och tillgången på lånat kapital. Det senare dels via bankmarknaden men sedan omkring 2014 även på kapitalmarknaden (obligationer och företagscertifikat). Tittar vi på ränteutvecklingen under det senaste året har den tidigare spreaden mellan långa och korta räntebanan konvergerat (gått ihop). Makroekonomiskt brukar det tolkas som att vi befinner oss i inledningen av en lågkonjunktur, vilket har besannats under våren 2020.

Arbetslöshet i Sverige 1980-2021P



Källa: SCB (AKU) via Ekonomifakta (1980-2019, Carlsquare (prognos för 2020 och 2021 baserad på AKU jan-maj 2020 samt AF:s helårsprognoser).

Generellt är den svenska fastighetssektorn välkapitaliserad med starka inhemska ägare, både institutionellt ägda fastighetsbolag som Vasakronan, Hemsö, Rikshem och Willhem med flera liksom de börsnoterade bolagen. Snarare är det så att avkastningskraven på svenska fastigheter pressats ned och att många av de svenska bolagen börjat köpa fastigheter framförallt i övriga Norden samt några även i övriga Europa (främst Sagax).

Pensionskapitalet största efterfrågan gäller det de fastigheter som till en låg risk ger en hög löpande avkastning och därmed fungerar ungefär som en obligation med möjlighet till extra avkastning. Det har pressat ned avkastningskravet på samhällsfastigheter till nivåer omkring 4,0-4,5 procent. Som samhällsfastigheter räknar vi in alla typer av offentliga hyresgäster - inte bara vård, skola och omsorg utan även lokaler för polis och brandkår samt kommunala förvaltningar.

Pensionskapitalet har pressat avkastningskrav på samhällsfastigheter.

Demografi

Tydligt uppdelad marknad

Sverige har i en jämförelse med övriga Europa en relativt god demografisk utveckling, med framförallt en stor invandring. Den årliga befolkningstillväxten har de senaste åren överstigit en procent, vilket dock till ungefär 80 procent förklaras av en omfattande invandring. Under första halvåret 2020 är denna befolkningsökningstakt på väg ned mot omkring 0,5 procent i årstakt. Huvuddelen av nyproduktionen av kommersiella lokaler och bostäder sker i tillväxtregionerna och speciellt i Stockholmsregionen.

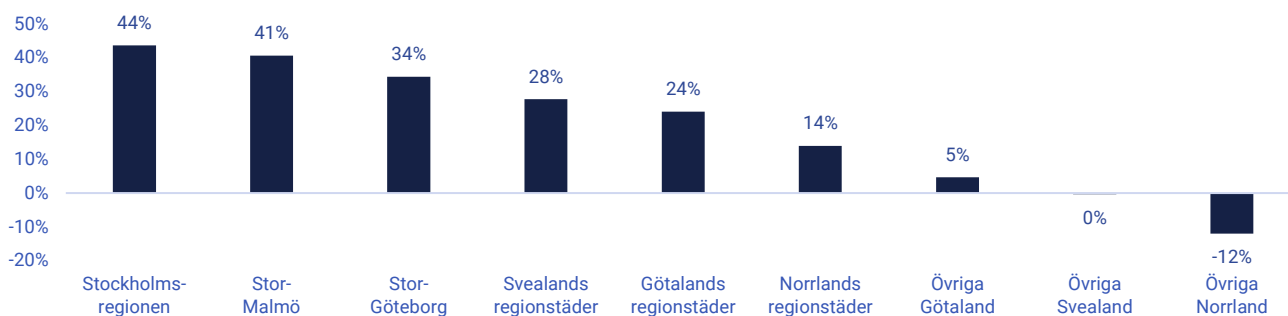
Den svenska marknaden för offentliga fastigheter är uppdelad i kommuner med goda respektive mindre goda ekonomiska och demografiska tillväxtutsikter. De kapitalstarka pensionsägda fastighetsbolagen föredrar investeringar i tillväxtkommunerna. Skillnaden mellan kommuner med olika tillväxtförutsättningar syns mest i fastigheternas restvärde (baserat på driftnetto efter år tio i kassaflödeskalkylen). För en samhällsfastighet innebär det högre avkastningskrav utanför storstadsområdena. Behovet är ofta minst lika stort i mindre landsortskommuner och landsting, vilka brottas med stigande pensionskostnader och som öppnar upp för affärsmöjligheter även där.

Stora demografiska skillnader inom Sverige

Befolkningen ökar snabbt i stor- och regionstäderna i Sverige, medan den stagnerar eller minskar i mindre kommuner och mest tydligt i Norrland. Det framgår när befolkningsförändringar på längre sikt möts, som exempelvis från 1991 som i nedanstående graf. Det finns nyanser som att även Norrlands regionstäder har en befolkningstillväxt medan inlandet tappar innevånare ganska kraftigt. De allra senaste åren har i stort sett hela landet haft en kraftigt ökad invandring. Denna period nådde dock sin topp åren närmast efter 2015 och är över för denna gång. Demografiska förändringar är en viktig bakomliggande faktor för möjligheten att hyra ut tomma lokaler när gällande hyreskontrakt löpt ut och därmed också på fastigheternas restvärden i respektive region. På bostadssidan är vakanserna generellt mycket låga eller obefintliga med undantag av ett fåtal kommuner.

Befolkningsökningen har varit koncentrerad till stor- och regionstäder i Sverige.

Befolkningsförändringar 1991-2019 i storstäder, regionstäder och övriga Sverige



Källa: SCB och Carlsquare

Jämförbara bolag och värderingar i sektorn

Vi har tagit fram nyckeltal för 27 av de större förvaltande fastighetsbolagen. SBB i Norden har efter uppköpet av Hemfosa inget bolag som har samhällsfastigheter som dominerande del av sin fastighetsportfölj, där dock Offentliga Hus planerar en börsnotering i oktober 2020. Vad gäller risk för hyresförluster ligger bostadsbolagen närmast SBB och de värderas väsentligt högre.

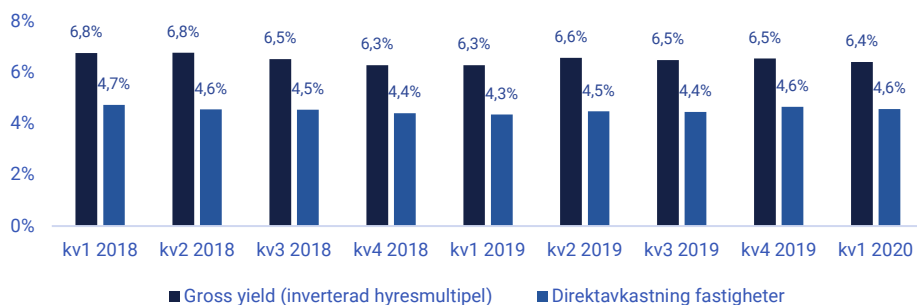
De viktigaste konkurrenterna ägda av pensionskapital

Exempel på konkurrenter till SBB i Norden är pensionskapitalägda Vasakronan och Hemsö samt Rikshem (det sistnämnda bolaget har sitt huvudsakliga fokus på bostadssidan). Andra aktörer i sektorn är Stenvalvet (ett institutionellt ägt och onoterat fastighetsbolag), Vacse (ägt av några större svenska företags pensionsstiftelser), Offentliga Hus (hälftenägt av Fastator) samt Diös och NP3 i Norrland och Dalarna. Inom segmentet vårdfastigheter är Sehlhall Fastigheter en ny aktör.

Intjäningsförmågan den viktigaste värde drivaren

Nedan visas SBB:s brutto- och netto-yield på sitt bestånd kv1/2018-kv1/2020.

Brutto- och netto-yield fastigheter kv1/2018-kv1/2020

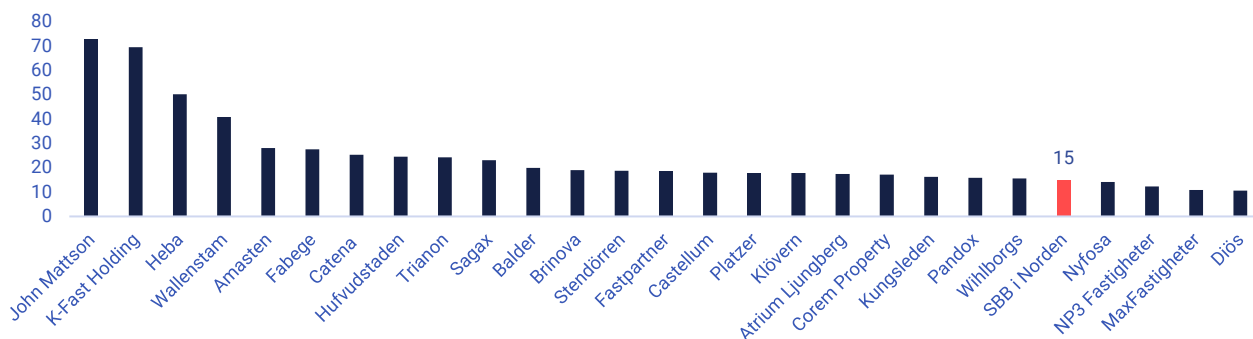


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Expansion och snabb tillväxt har varit SBB:s signum sedan starten för fyra år sedan. Givet en låg vakansgrad om endast cirka sex procent och en relativt hög överskottsgrad på närmare 65 procent, påminner SBB mer om de bolag som äger mer högavkastande industri- och lagerlokaler än ett bostadsbolag där värdeökningar de senaste åren varit mest påtagliga och betydelsefulla för resultatet.

God intjäningsförmåga i SBB givet ett högt arbitrage mellan fastighetsavkastning och ränta lån.

Värdering av bolagens fastigheter efter P/E-tal på intjäningsförmåga (SBB i rött)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

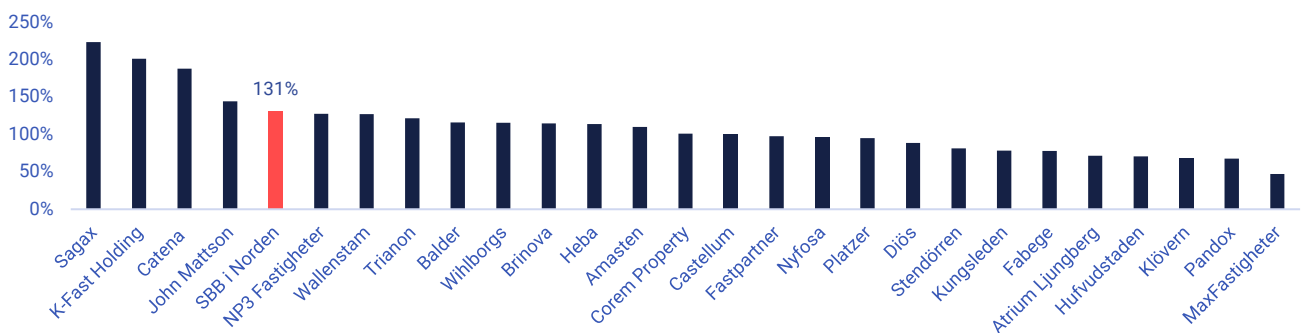
Den första kategorin ovan är P/E-tal på intjäningsförmågan definierad som driftnetto från fastigheterna minus centrala administrationskostnader och finansnetto men före värdeförändringar på fastigheter och derivat. Intjäningsförmågan har belastats med 20,6 procent

schablonskatt. Fyra bostadsbolag hamnar först i rankingen. Det genomsnittliga P/E-talet för sektorn ligger på 24x, medan Samhällsbyggnadsbolagets aktie är femte lägst värderad i denna kategori med ett P/E-tal på 15x. Anledningen att bostadsbolagen värderas högst är att bostadsfastigheter har de lägsta direktavkastningskraven av samtliga fastighetskategorier, till följd av en upplevd lägre risk för uteblivna hyresintäkter och vakanser.

Substansvärdering

I nästa kategori har vi lagt in börsvärdering i förhållande till bolagens substansvärden i en ranking från högst premie till störst rabatt. I substansberäkningen har övervärden på fastigheter belastats med tio procent latent skatt. Sagax och K-Fast Holding hamnar på substanspremier på 123 respektive 101 procent. I andra ändan hittar vi Klöver (främst kontorsfastigheter), Pandox (hotell) samt MaxFastigheter (externhandel) som handlas till 32, 32 respektive 53 procent substansrabatt. Före Coronakrisen som startade i mars 2020 handlades endast MaxFastigheter till en substansrabatt på omkring tio procent.

Värdering av fastighetsbolagen efter högst substanspremie till störst rabatt (SBB i rött)

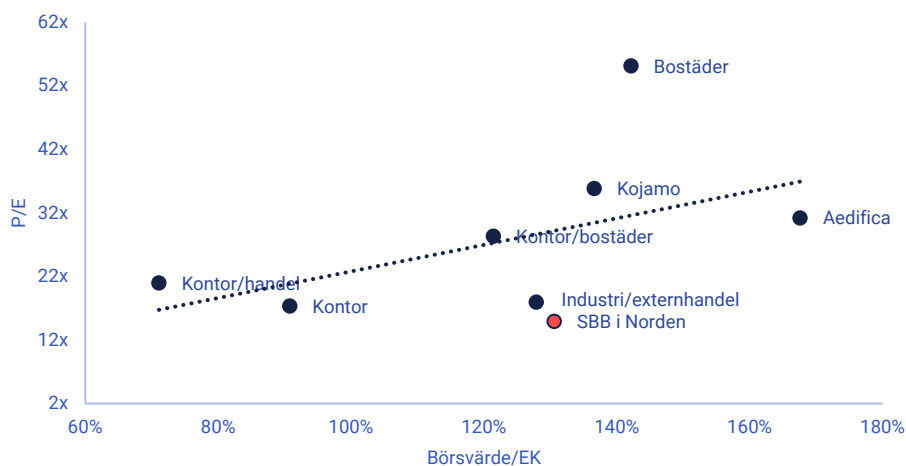


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

P/E-tal efter fastighetskategori

Nedan har vi kombinerat P/E-tals och substansvärderingen där vi grupperar bolagen i fem olika fastighetskategorier. Bostadsbolag värderas högst, medan kontor/handel och kontor handlas lägst. Vi har adderat ett finländskt bostadsbolag (huvudsakligen större städer i Finland), Kojamo, samt ett belgiskt hälsovårdsfastighetsbolag, Aedifica som äger sådana fastigheter även i Tyskland, Nederländerna och Storbritannien. Sammanställningen visar att SBB i Norden värderas lågt i förhållande till sin intjäningsförmåga. Det gäller framförallt i förhållande till bostäder som i likhet med samhällsfastigheter har en låg motpartsrisk.

Kombinerad värdering P/E och P/EK med SBB och fastighetskategorier

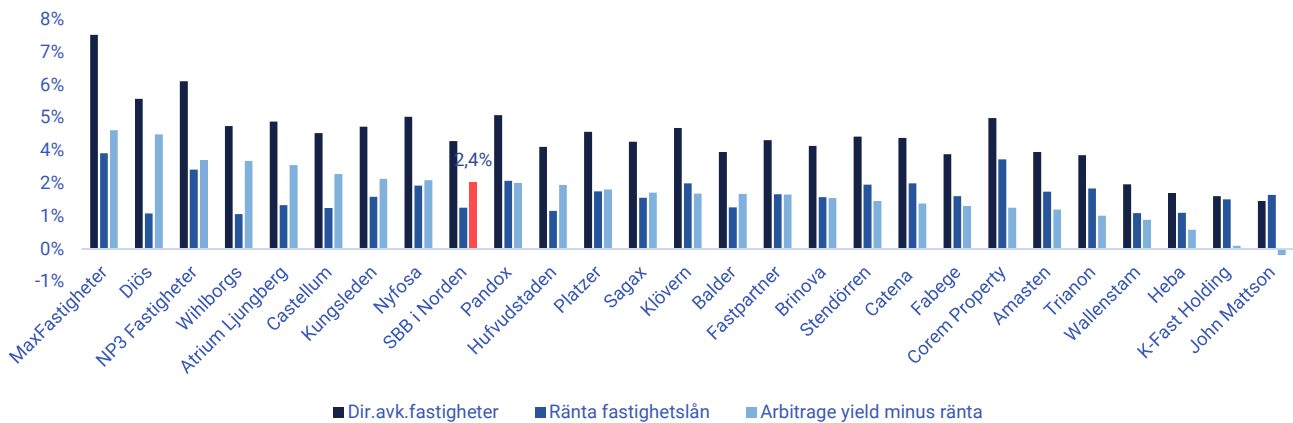


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Arbitrage mellan direktavkastning och räntenivå

I den tredje värderingskategorin jämför vi skillnaden mellan det implicita avkastningskravet på bolagets fastighetsvärde (härlett via börsvärdet i förhållande till bokfört eget kapital), minus bolagets genomsnittliga räntekostnad. Ett högt arbitrage indikerar att bolaget kan belönas med en stigande aktiekurs om de köper fler fastigheter till samma avkastningsnivå och lyckas finansiera köpen till den låga räntenivån. I den här kategorin har MaxFastigheter, Diös och NP3 Fastigheter de bästa avkastnings-arbitragen. SBB i Norden kommer på en nionde plats med ett arbitrage på 2,4 procent mellan den implicita direktavkastningen på fastigheterna (3,95 procent) och ränta på bolagets fastighetslån (1,52 procent). De 27 fastighetsbolagen har en genomsnittlig räntekostnadsnivå på 2,0 procent samt ett arbitrage mellan yield och ränta på 2,1 procent.

Bolagens arbitrage (högst till lägst) = yield på fastigheter minus räntekostnad (SBB i rött)



Källa: Bolagens finansiella rapporter och Carlsquare

Historik och prognoser

Snabb expansion, värdeökningar och reavinster vid försäljningar av fastigheter: SBB i Norden har sedan starten växt mycket snabbt. Främst har det skett via förvärv som i uppbyggnadsfasen betalades med emitterade nya SBB-aktier. Det påskyndade expansionen i kombination med tillgång till allt mer förmånlig lånefinansiering, där räntesatserna pressats nedåt successivt.

SBB i Norden, Resultaträkningar 2018-2019 samt resultatprognoser 2020-2022: I nedanstående tabell redovisar vi det faktiska resultatutfallet 2018-2019 för SBB i Norden samt våra resultatprognoser för åren 2020-2022. Vi räknar med att bolaget fortsätter att netto investera i fastigheter de kommande tre åren, även om 2020 bör präglas av en konsolidering med syfte att kunna höja bolagets kreditrating. Resultatet för kv1/2020 belastades av ganska stora integrationskostnader kopplade till förvärvet av Hemfosa som dock nu till stora delar bör vara tagna. Vad gäller räntekostnadsnivån kalkylerar vi med att bolaget kan behålla nuvarande nivå omkring 1,5 procent i årstakt. Till stöd för det ser vi att bolaget i ökad omfattning kommer att gå över till Euro-obligationsmarknaden som har en bättre funktionsgrad än motsvarande svenska obligationsmarknad.

En förvärvsresa från landsorten mot region- och storstadsområden

Resultaträkning Kv1 2019-Kv4 2020P (MSEK)

	kv1 2019	kv2 2019	kv3 2019	kv4 2019	kv1 2020	kv2 2020P	kv3 2020P	kv4 2020P
Hyresintäkter	429	464	507	596	1 341	1 301	1 323	1 345
Driftskostnader	-134	-89	-103	-145	-282	-240	-220	-275
Underhåll	-26	-25	-27	-37	-75	-80	-85	-90
Förvaltningsadministration	-21	-23	-24	-36	-56	-45	-42	-40
Fastighetsskatt	-8	-7	-10	-16	-33	-30	-30	-30
Driftsnetto	240	320	343	362	895	905	946	910
Centraladministration	-27	-24	-34	-51	-53	-50	-48	-48
Förvärvs- och omstrukturingskostnader	0	0	0	-83	-32	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	12	37	8	35	23	18	13	23
Rörelseresultat före värdeförändringar	225	333	317	263	833	873	911	885
Finansnetto	-94	-77	-79	-130	-264	-170	-172	-173
Övriga finansiella kostnader	-25	-108	16	4	-250	-5	-5	-5
Förvaltningsresultat	106	148	254	137	319	698	734	707
Värdeförändringar fastigheter	252	642	242	1 317	1 628	300	200	500
Värdeförändringar derivat	-9	-79	-30	157	-252	0	20	40
Resultat före skatt	349	711	466	1 611	1 695	998	954	1 247
Aktuell skatt	-17	-20	-15	18	-48	-36	-34	-45
Uppskjuten skatt	-116	26	-47	-342	-275	-178	-170	-222
Periodens resultat	216	717	404	1 287	1 372	784	750	980
Förvaltningsresultat efter betald skatt	89	128	239	155	271	662	700	662
Resultat hänförlig stam A och B	294	689	331	1 204	218	643	609	838
Resultat just. för värdeförändringar, hänförlig stam	51	126	119	-270	-1 158	343	389	298

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

SBB i Norden, Resultaträkningar 2018-2019 (utfall) samt 2020-2022 (våra prognoser).

Nedan följer bolagets historiska resultaträkningar från 2018-2019 samt våra prognoser för balansräkningens utseende 2020-2022.

Resultaträkning Helår 2018-2022P (MSEK)

Resultaträkning	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Hyresintäkter	1 680	1 996	5 309	5 536	6 008
Driftskostnader	-386	-471	-1 017	-1 128	-1 213
Underhåll	-100	-115	-330	-369	-395
Förvaltningsadministration	-92	-104	-183	-168	-191
Fastighetsskatt	-32	-41	-123	-124	-136
Driftsnetto	1 071	1 265	3 656	3 747	4 073
Centraladministration	-102	-136	-199	-195	-199
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	0	-83	-32	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	13	92	77	79	82
Rörelseresultat före värdeförändringar	982	1 138	3 502	3 632	3 956
Finansnetto	-531	-380	-779	-728	-796
Övriga finansiella kostnader	-129	-113	-265	-20	-21
Förvaltningsresultat	321	645	2 458	2 884	3 140
Värdeförändringar fastigheter	1 575	2 453	2 628	500	600
Värdeförändringar derivat	8	39	-192	50	60
Resultat före skatt	1 904	3 137	4 894	3 434	3 800
Aktuell skatt	-1	-34	-163	-148	-190
Uppskjuten skatt	-212	-479	-844	-554	-593
Periodens resultat	1 690	2 624	3 886	2 732	3 017
Förvaltningsresultat efter betald skatt	320	611	2 295	2 736	2 950
Resultat hänförligt stam A och B	1 531	2 518	2 308	2 166	2 451
Resultat just. för värdeförändr. hänförl. stam	-51	26	-128	1 616	1 791
Tillväxt	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Hyresintäkter	26%	19%	166%	4%	9%
Driftsnetto	22%	18%	189%	2%	9%
Rörelseresultat före värdeförändringar	23%	16%	208%	4%	9%
Förvaltningsresultat	-5%	101%	281%	17%	9%
Resultat före skatt	-39%	65%	56%	-30%	11%
Periodens resultat	-30%	55%	48%	-30%	10%
Marginaler	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Överskottsgrad	64%	63%	69%	68%	68%
EBIT-marginal före värdeförändringar	58%	57%	66%	66%	66%
Förvaltningsresultat-marginal	19%	32%	46%	52%	52%
Resultat före skatt-marginal	113%	157%	92%	62%	63%
Resultat efter skatt-marginal	101%	131%	73%	49%	50%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

SBB i Norden, Balansräkningar 2018-2019 (utfall) samt 2020-2022 (våra prognoser).

Nedan följer bolagets historiska balansräkningar från 2018-2019 samt våra prognoser för balansräkningens utseende 2020-2022.

Balansräkning (MSEK)

	2 018	2019	2020P	2021P	2022P
Immateriella anläggningstillgångar	24	6 687	6 691	6 691	6 691
Förvaltningsfastigheter	25 243	79 542	83 408	85 908	93 508
Nyttjanderätt tomträtt	0	445	450	450	450
Inventarier	5	21	23	27	32
Summa materiella anläggningstillgångar	25 271	86 695	90 572	93 076	100 681
Andel i intresseföretag/JV	213	909	1 228	1 307	1 389
Fordringar hos intressebol./JV	583	1 142	1 191	1 191	1 191
Derivat	0	73	51	64	79
Finansiella tillgångar, verk. värde	62	459	1 351	1 501	1 501
Andra långfristiga fordringar	12	24	27	35	46
Summa finansiella anläggningstillgångar	870	2 607	3 848	4 098	4 205
Summa anläggningstillgångar	26 141	89 302	94 420	97 174	104 886
Kundfordringar	30	53	27	30	32
Fordringar och intressebol./JV	991	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	0	0	0	0
Övriga fordringar	290	791	892	962	1 040
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	32	158	161	174	188
Summa kortfristiga fordringar	1 344	1 002	1 080	1 165	1 260
Kortfristiga placeringar	0	1 041	0	0	0
Likvida medel	157	12 858	3 966	7 022	6 308
Summa omsättningstillgångar	1 501	14 901	5 046	8 187	7 568
Summa tillgångar	27 641	104 203	99 466	105 360	112 455
Summa Eget kapital	11 197	30 896	36 150	37 429	38 865
Skulder till kreditinstitut	5 898	22 073	14 795	15 903	17 288
Obligationslån	6 598	23 720	33 215	35 703	38 813
Derivat	12	25	19	-19	-64
Uppskjutna skatteskulder	1 047	6 237	6 857	7 411	8 004
Skuld finansiell leasing	0	445	450	450	450
Övriga långfristiga skulder	25	22	40	40	40
Summa långfristiga skulder	13 580	52 522	55 376	59 488	64 531
Skulder till kreditinstitut	12	3 912	725	781	851
Företagscertifikat	1 840	4 944	4 363	4 691	5 101
Obligationslån	327	1 442	288	308	333
Leverantörsskulder	88	131	137	142	148
Aktuella skatteskulder	19	126	174	181	189
Övriga skulder	279	8 822	772	803	836
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	299	1 408	1 479	1 537	1 601
Summa kortfristiga skulder	2 864	20 785	7 939	8 443	9 058
Summa eget kapital och skulder	27 641	104 203	99 466	105 360	112 455
Likviditet	2 018	2019	2020P	2021P	2022P
Balanslikviditet	47%	5%	14%	14%	14%
Likviditetsgrad	52%	72%	64%	97%	84%
Kassa/kortfristiga skulder	5%	67%	50%	83%	70%
Soliditet	2 018	2019	2020P	2021P	2022P
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	-14 518	-42 637	-49 870	-50 814	-56 528
Nettoskuld/EBIT	14,8x	37,5x	14,2x	14,0x	14,3x
Nettoskuld/EK	130%	138%	138%	136%	145%
Skuld/EK	131%	183%	149%	155%	162%
Soliditet	41%	30%	36%	36%	35%
Lönsamhetsmått	2 018	2019	2020P	2021P	2022P
Avkastning på eget kapital	22%	23%	13%	8%	8%
Avkastning på totalt kapital	11%	14%	6%	4%	4%
Avkastning på investerat kapital	7%	10%	3%	2%	3%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

SBB i Norden, Kassaflödesanalys 2018-2019 (utfall) samt 2020-2022 (våra prognoser).

Nedan följer bolagets kassaflödesanalyser för 2018-2019 samt våra prognoser för 2020.-2022. Som synes har bolaget använt en mängd olika finansieringsformer, både aktieemissioner men kanske än mer obligationslånefinansiering under sin expansionsfas 2018-2019.

Kassaflöde (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	248	745	2 414	2 657	2 868
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	-6	-644	-75	-85	-95
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	-402	9 501	-8 000	100	110
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-161	9 602	-5 661	2 672	2 883
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-3 908	-58 258	-5 631	-6 000	-11 000
Försäljning av fastigheter	3 418	6 672	3 631	4 000	4 000
Investeringar/försäljning inventarier	4	-19	-3	-4	-5
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-102	-698	-304	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-24	-4 295	-4	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	-1574	432	-57	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	0	-1 459	-100	-150	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	-63	-13	-3	-8	-11
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-2 249	-57 638	-2 471	-2 162	-7 016
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	1 380	13 406	723	0	0
Nettoemission hybridobligationer	1 188	2 444	5 281	0	0
Inlösta preferensaktier	-98	-83	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	-84	3	0	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-186	-484	-1 298	-1 454	-1 581
Nettoförvärv minoritetsandelar	-286	1 581	-2 371	0	0
Nettopptagning av lån	548	41 404	-3 000	4 000	5 000
Förändring övriga långfristiga skulder	12	2 467	-94	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	2 474	60 738	-759	2 546	3 419
Periodens kassaflöde	64	12 702	-8 891	3 056	-714
Likvida medel, periodens börj.	93	157	12 858	3 966	7 022
Valutakursändring i likvida medel	0	-1	-1	0	0
Likvida medel vid periodens slut	157	12 858	3 965	7 022	6 308
Nyckeltal					
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	0,15x	0,37x	0,45x	0,48x	0,48x
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	0,01x	0,01x	0,02x	0,03x	0,03x
Utdelning kronor per stam-aktie	0,0	0,6	0,7	0,8	0,9

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Substans- och kassaflödesvärdering

SBB i Norden-aktien framstår som prisvärd främst i förhållande till det löpande förvaltningsresultatet (fastigheternas driftnetto minus räntekostnader för lånen). I en kassaflödesvärdering enligt vårt Bas-scenario kommer vi fram till ett motiverat om 24,3 kronor per stamaktie i SBB. Detta motiverade värde på aktien enligt kassaflödesvärderingen varierar från 17,6 kronor per aktie i ett Bear-scenario till 31,9 kronor per aktie i ett Bull-scenario.

Attraktiv värdering i förhållande till intjäningsförmågan

Carlsquare har löpande sammanställningar av 27 noterade fastighetsbolags nyckeltal. Dessa data uppdateras för varje bolag och kvartalsrapport. Sedan 19 februari 2020 då hela sektorn värderades med till i genomsnitt 22 procent substanspremie har denna substanspremie minskat till 10 procent. Skillnaden är mycket stor inom sektorn där vissa bolag värderas till betydande substanspremier medan andra handlas till stora rabatter, se vidare avsnittet Jämförbara bolag.

SBB-aktien handlas till låga P/E 10x på sitt förvaltningsresultat före värdeförändringar.

18,2 kronor per stamaktie substansvärde i SBB

I vår beräkningsmetod subtraherar vi hybrid-obligationens värde från koncernens egna kapital, räknat med återköp av samtliga D- och preferensaktier, belastar övervärden på fastigheter med tio procent latent skatt samt återlägger undervärden på räntederivat.

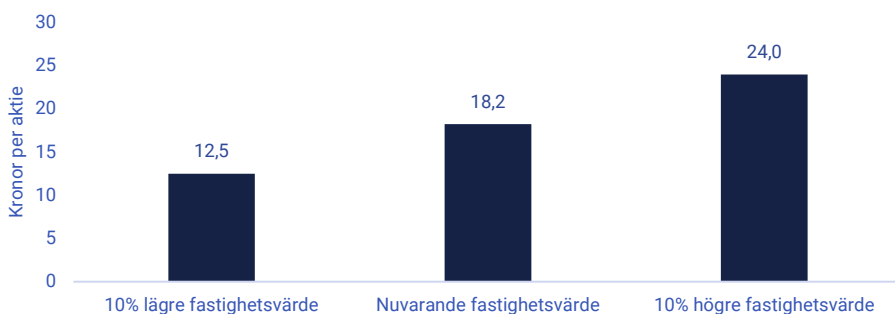
SBBs fastighetsportfölj handlas till 4,0 procent implicit direktavkastning

Mätt i förhållande till de bokförda värdena på bolagets fastighetsportfölj (80 miljarder kronor per 31 mars 2020) och vår beräkning av det egna kapitalet handlas fastigheterna via SBB:s stamaktie till 4,0 procent implicit direktavkastning, medan motsvarande direktavkastning i förhållande till de bokförda värdena är 4,3 procent.

Hävstångseffekt 3,5x på fastighetsvärde relativt eget kapital

SBB i Norden har trots en belåningsgrad på omkring 50 procent, en hävstångseffekt på 3,5x på substansvärdet vid ökade eller minskande fastighetsvärden. Genomsnittet för de noterade svenska fastighetsbolagen är en hävstångseffekt på 2,4x.

Känslighetsanalys SBB:s substansvärde (kr/aktie) vid 10% ökat/minskat fastighetsvärde



Källa: Carlsquare, Bolagets finansiella rapporter, Carlsquare (beräkningar).

Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell lägger vi prognoser för 2020-2024 samt ett evighetsvärde år 2025. Bedömda kassaflöden diskonteras med en kalkylränta. Där använder vi en riskfri ränta om 0,0 procent, utgående från räntan på en tioårig svensk statsobligationsränta om minus 0,06 procent per den 30 juni 2020. Vi adderar en marknadsriskpremie om 6,8 procent samt en börsvärdesrelaterad premie om 1,1 procent enligt PwC:s riskpremiestudie från maj 2019. Vi applicerar ett beta-tal om 0,8x samt en företags-specifik riskpremie om 1,75 procent och får då en vägd kalkylränta på eget kapital om 8,1 procent.

Kassaflödesvärdering av SBB i Norden med avkastningskrav enligt CAPM och riskpremier från en PwC-studie.

Risker

SBB i Nordens verksamhet är transaktionsintensiv och kapitalkrävande. Bolagets team har deltagit i en stor andel av de fastighetstransaktioner som gjorts på senare år. För att genomföra dessa affärer krävs att motparten kan erhålla lånefinansiering. En tid efter Lehman-kraschen 2008-2009 var sådan lånefinansiering av mezzanine-karaktär (motsvarande ett pantläge mellan 60 och 80 procent av fastighetsvärdet) avstängd och antalet transaktioner sjönk då drastiskt. Något liknande har vi sett i Corona-krisens spår från mars 2020.

Risker

Kapitalintensiv bransch medför hög räntekänslighet

SBB:s investeringar i samhällsfastigheter och bostäder är räntekänsliga, då de är kapitalkrävande och därmed lämpar sig för belåning. Tillgången och priset på kapital styrs av bankerna, kapitalmarknadens villkor, krav från tillsynsmyndigheter samt osäkerhetsfaktorer kopplat till fastighetssektorn och omvärlden etc. Priset på fastigheterna vid en försäljning är avhängig rådande avkastningskrav vilket i sin tur i stor utsträckning styrs av bankernas vilja att låna ut pengar till det aktuella förvävsobjektet.

Fastighetssektorn är kapitalintensiv och räntekänslig. Utlåningsvillkor styrs av banker, övrig kapitalmarknad samt tillsynsmyndigheter.

Byggnader åldras och kommunala behov ändras

Samhällsfastigheter är en trygg investering på grund av avtalens långa löptid och motpartens stabilitet. Den offentliga sektorn har stora lokalbehov men dessa kan förändras över tid när exempelvis antalet barn blir färre och de äldre innevånarna i kommunen blir fler. Det kan innebära att en tidigare lokal inte kan konverteras och användas till annan verksamhet i offentlig regi. Likaså kan andra fastighetsägare erbjuda nya och skräddarsydda lokaler som bättre alternativ när ett tidigare hyreskontrakt löper ut.

SBB i Nordens bestånd har förvärvats under en kort tid

Samhällsbyggnadsbolagets fastighetsportfölj började byggas upp den 1 januari 2016. De tre första åren köpte bolaget fastigheter netto för 19,4 miljarder kronor av de 25,2 miljarder kronor som beståndet var värderat till per 31 december 2018 inklusive värdeökningar och investeringar. Det betyder att denna portfölj har en ganska kort historia som en förvaltd enhet. Hemfosa-portföljen om 41 miljarder kronor som förvärvades i kv4/2019 har däremot en längre historia som sammanhållet bestånd.

Beroende av nyckelpersoner

SBB i Norden är ett bolag som har byggts upp till nuvarande storlek (bland de största fastighetsbolagen på Stockholmsbörsen) på endast fyra år. Beroendet av den person som varit drivande, VD och huvudägare Ilija Batljan, är stort för bolagets framtid. Samtidigt har denne byggt ett starkt operativt team på omkring 13 personer kring sig avseende fastighetsförvaltning, fastighetsutveckling, transaktioner och ekonomi/administration. Till det kommer de positiva effekterna av en branschkundig styrelse och storägare.

Då Ilija Batljan driver pilotskolan på ungefär samma sätt som exempelvis Ola Rollén i Hexagon, räknar vi med att han har många år kvar i ledningen för sitt bolag.

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Bertil Nilsson och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.