

Preview: Kv1 2022

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

Kvartalsrapport: 2022-04-27

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

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 37,03 kr
 Marknadsvärde: 53 847 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
 Reuters Eikon: SBBb.ST

AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	30,0	-44,4	-28,7	-15,0

Källa: Refinitiv Eikon

ANALYS OCH VÄRDERING

SBB i Norden (Samhällsbyggnadsbolaget) har på drygt fyra år växt till en fastighetsportfölj på cirka 150 miljarder kronor per 31 december 2021 med främst statliga och kommunala hyresgäster. Genom nya förvärv som ger arbitrage i förhållande till låga ränte-nivåer ökar bolaget sin intjäningsförmåga. Projekt och renovering är andra värde drivare för SBB.

Senaste uppdatering: **2022-02-25**

	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	48	66	86
Upp-/nedsida	29%	79%	133%

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Lågt värderad aktie relativt fastighetssektorn

Till följd av ett högre ränteläge (=avkastningskrav i DCF-modellen) och en något lägre värdering av andra fastighetsbolag minskar vår riktkurs för Samhällsbyggnadsbolaget i Nordens ("SBB") stamaktie från tidigare 72 kronor till 66 kronor per aktie i Bas-scenariot. SBB-aktien är lågt värderad relativt övriga börsnoterade svenska fastighetsbolag.

Retroaktiv resultatjustering för helåret 2021

Den 1 april 2022 lämnade SBB sin årsredovisning för 2021. I samband med det gjordes en resultatjustering kopplad till tilläggsköpeskillingar för genomförda transaktioner samt vissa valutasäkringsposter. Justering innebär en mer konservativ hållning till prognosen för erhållande av vissa tilläggsköpeskillingar. Resultatet för helåret 2021 minskade som en följd av det med 247 miljoner kronor eller 1 procent av totalen. Däremot förändras inte det bokförda värdet på SBB:s fastigheter i balansräkningen jämfört med bokslutsrapporten (dvs inga nedskrivningar av befintliga fastigheter).

Förvärv i Norge och Finland ökar hyresintäkterna

Under första kvartalet 2021 har ett förvärv av vårdfastigheter i Finland för ca 15,7 miljoner EUR (ca 160 miljoner kronor) annonserats. Dessutom har två detaljplaner om 26 000 kvm byggrätter i industriområden i Sundsvall och Skellefteå blivit färdiga. Hyresintäkter från Trygge Barnehagens förskoleportfölj i Norge (köpt för ca 4,6 mdr NOK i december 2021) bör komma in i SBB:s resultat till en del under första kvartalet 2022.

Jämfört med efter uppdateringen 25 februari 2022 (SBB:s bokslutsrapport) minskar vi antagna värdeökningar på fastigheterna från 2000 miljoner kronor till 1000 miljoner kronor i kv1/2022 och från 7800 miljoner kronor till 5750 miljoner kronor för helåret 2022.

Prognos kv1 2022 jämfört med utfall kv1 2021 (MSEK)

	Kv1/2022P	Kv1/2021A	Förändring
Hyresintäkter	1804	1325	36%
Driftskostnader	-404	-303	33%
Underhåll	-84	-63	33%
Förvaltningsadministration	-97	-73	33%
Fastighetsskatt	-37	-28	33%
Driftnetto	1181	858	38%
Centraladministration	-52	-66	-21%
Resultat från intresseföretag/JV	250	244	2%
Resultat före finansiella poster	1378	1036	33%
Ränteintäkter och räntekostnader	-220	-196	-12%
Kostnader förtidslösen lån	0	-40	n.m.
Valutakursdifferenser	0	-185	-100%
Resultat efter finansnetto	1158	615	88%
Värdeförändringar fastigheter	1000	2339	-57%
Värdeförändringar finansiella instrument	0	163	n.m.
Resultat före skatt	2158	3117	-31%
Aktuell skatt	-22	-92	-77%
Uppskjuten skatt	-315	-290	9%
Periodens resultat	1821	2735	-33%
Omräkningsdifferenser	0	0	n.m.
Periodens totalresultat	1821	2735	-33%
Vinst per stamaktie (kronor)	1,20	1,89	-36%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fokus kring SBB har de senaste månaderna legat på bolagets redovisning av värdeförändringar på fastigheterna och andra resultatposter kopplade till av bolaget genomförda transaktioner. Vid en genomgång av den resultatjustering som SBB gjorde den 1 april 2022 i samband med publiceringen av årsredovisningen för 2021, konstaterar vi att det nedjusterade resultatet med netto 247 miljoner kronor hänför sig till ett mer konservativt förhållningssätt till redovisning av tilläggsköpeskillningar på några sålda fastighetsprojekt. Det bokförda värdet på fastigheter i balansräkningen är oförändrad om vi jämför bokslutsrapporten 2021 med årsredovisningen. Det betyder att inga nedskrivningar av befintliga fastighetsvärden har skett.

Under kv1/2022 har hittills annonserats ett förvärv av vårdfastigheter i Finland för 15,7 miljoner Euro med 5 100 kvm uthyrbar yta. Hyreskontrakten för bostäder och vårdlokalerna har åtta års återstående löptid. Fastigheterna köptes till en direktavkastning på 5 ½ procent, vilket får sägas vara en god avkastning i dagens marknad. Finländska fastigheter ger samtidigt normalt högre direktavkastning jämfört med motsvarande fastigheter i Sverige.

Centralt för värderingen av SBB-aktien är bolagets intjäningsförmåga och dess tillväxt. Denna intjäningsförmåga har successivt förbättrats i takt med fler fastighetsköp och lägre räntenivåer på concernens lån. Det sistnämnda är kopplat till bolagets målmedvetna ambition att höja sina kreditbetyg och nå en bättre rating. Det allmänna ränteläget är stigande sedan årsskiftet 2021/2022 vilket kan bli en utmaning för bolaget på längre sikt. SBB hade 74% bundna räntor per 31 december 2021, vilket är gynnsamt i dagens läge.

Per 31 december 2021 låg SBB:s intjäningsförmåga på 2,96 kronor/aktie på enbart förvaltningsverksamheten. Till det kan adderas byggrättsutveckling, nyproduktion, transaktioner och resultat av investeringar i befintligt bestånd (renovering) som höjer intjäningsförmågan till 5,65 kronor per aktie. I vår beräkning av riktkurs för SBB-aktien har vi endast använt intjäningsförmågan på förvaltningsverksamheten justerad för den faktiska över-skottsgraden (2,40 kronor per aktie).

Den andra parametern för värderingen är bolagets förmåga att fortsätta växa. Vid kapitalmarknadsdagen i Skellefteå 10 september 2021 höjdes målet från 125 miljarder kronor i fastighetsvärde vid utgången av 2025 till 300 miljarder kronor vid utgången av 2026. Som synes har bolaget redan nått halvvägs till det målet. SBB behöver bara expandera beståndet med knappt 15% procent per år för att nå målet den 31 december 2026.

Bokfört värde SBB:s fastighetsinnehav vid olika tidpunkter (MSEK)

			Årligt tillväxt	Avser period
Fastighetsvärde per 31 dec 2018	25 243	mkr		
Fastighetsvärde per 31 dec 2020	90 799	mkr	89,7%	31 dec 2018-31 dec 2020
Fastighetsvärde per 31 dec 2021	149 974	mkr	65,2%	31 dec 2020-31 dec 2021
Mål fastighetsvärde per 31 dec 2026	300 000	mkr	14,9%	31 dec 2021-31 dec 2026

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser.

Den enda justeringen vi gör i våra resultatprognoser är lägre antagna värdeökningar på fastigheter till följd av ett högre ränteläge. Den femåriga svenska statsobligationsräntan har stigit från 0,07 procent per 31 december 2021 till 1,42 procent per 11 april 2022.

Våra förändrade prognoser värdeökningar fastigheter för SBB:

	Nu		Tidigare		Förändring
Prognos värdeförändringar fastigheter 2022	5 750	mkr	7 800	mkr	-26%
Prognos värdeförändringar fastigheter 2023	6 038	mkr	8 190	mkr	-26%
Prognos värdeförändringar fastigheter 2024	6 339	mkr	8 600	mkr	-26%

Källa: Bolagsinformation, Carlsquares prognoser.

Carlsquares värderingsmodell för riktkurs i SBB-aktien (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	2,4	2,4	2,4
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt och median)	31,5	25,2	37,8
Motiverat värde, intjäning per aktie	76	61	91
Substansvärde, SBB-aktien (10% skatt på övervärden)	44,5	35,6	53,3
P/NAV fastighetsbolag (genomsnitt och median)	119%	96%	143%
Motiverad värdering på substans per aktie	53	34	76
Motiverat DCF-värde (+/-15% på kassaflödet)	70	49	91
Applicerat på intjäning	33%	33%	33%
Applicerad vikt för substansvärde	33%	33%	33%
Applicerat värde på DCF-värde	33%	33%	33%
Total vikt för båda värderingarna	100%	100%	100%
Värde per aktier i ett basscenario	66	48	86

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Givet högre riskfri ränta i DCF-kalkylen och något lägre värdering av den börsnoterade svenska fastighetssektorn sjunker vår riktkurs i Bas-scenariot till 66 kronor per aktie, jämfört med tidigare 72 kronor.

Med andra antaganden (+/-20 procent avseende P/e-tal och Kurs/Substans för den svenska fastighetssektorn samt givet +/-15% värde för antagna kassaflödesvärden i DCF-värderingen varierar vår rikt Kurs från 48 kronor/aktie i Bear-scenariot (tidigare 52 kronor/aktie) till 86 kronor/aktie i Bull-scenariot (tidigare 93 kronor/aktie).

Jämförande värderingsgraf börsnoterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen och SBB



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

SBB-aktien värderas jämförelsevis lågt relativt övriga fastighetssektorn på Stockholmsbörsen. Speciellt gäller det i förhållande till intjäningsförmågan (p/e-talsvärderingen). En annan reflektion är att bostadsbolag fortsatt värderas högst i sektorn och att det inte har dragit upp SBB trots att bolaget har ca 30% bostadsandel efter förvärvet av Amasten.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning Kv1 2021-Kv4 2022P (MSEK)

	Kv1 2021	Kv2 2021	Kv3 2021	Kv4 2021	Kv1 2022P	Kv2 2022P	Kv3 2022P	Kv4 2022P
Hyresintäkter	1 325	1 451	1 459	1 695	1 804	1 843	1 924	1 969
Driftskostnader	-303	-249	-215	-347	-404	-310	-278	-395
Underhåll	-63	-78	-71	-110	-84	-97	-91	-125
Förvaltningsadministration	-73	-72	-50	-122	-97	-90	-64	-139
Fastighetsskatt	-28	-33	-35	-34	-37	-41	-45	-39
Driftsnetto	858	1 018	1 089	1 082	1 181	1 304	1 446	1 271
Centraladministration	-63	-137	-38	-52	-52	-53	-53	-53
Förvärvs- och omstrukt.kostn.	-3	-26	-11	-46	0	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	244	154	187	2 229	250	275	225	350
Rörelseresultat före värdeförändringar	1 036	1 010	1 227	3 212	1 378	1 526	1 618	1 568
Finansnetto	-190	-161	-186	-201	-214	-224	-233	-244
Övriga finansiella kostnader	-231	-22	-46	241	-6	-6	-6	-6
Förvaltningsresultat	615	827	995	3 253	1 158	1 297	1 378	1 317
Värdeförändringar fastigheter	2 333	5 071	4 578	9 378	1 000	1 250	1 500	2 000
Upplösning goodwill försäljning fast.	6	-14	-1	-234	0	0	0	0
Värdeförändr. finansiella instrument	163	1 058	115	1 151	0	0	0	0
Resultat före skatt	3 117	6 942	5 687	13 548	2 158	2 547	2 878	3 317
Aktuell skatt	-92	-13	-55	-87	-22	-25	-29	-33
Uppskjuten skatt	-290	-371	-1 629	-1 156	-315	-372	-420	-484
Periodens resultat	2 735	6 558	4 003	12 305	1 822	2 149	2 429	2 800

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, helår 2020-2024P (MSEK)

Resultaträkning	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Hyresintäkter	5 121	5 930	7 539	8 491	9 596
Driftskostnader	-987	-1 114	-1 387	-1 560	-1 760
Underhåll	-323	-322	-398	-457	-527
Förvaltningsadministration	-217	-317	-391	-431	-478
Fastighetsskatt	-115	-130	-163	-183	-207
Driftsnetto	3 479	4 047	5 201	5 859	6 624
Centraladministration	-224	-290	-211	-215	-219
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	-52	-86	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	144	2 814	1 100	1 150	1 208
Rörelseresultat före värdeförändringar	3 347	6 485	6 090	6 794	7 612
Finansnetto	-807	-737	-915	-1 089	-1 300
Övriga finansiella kostnader	-66	-58	-25	-26	-27
Förvaltningsresultat	2 474	5 690	5 150	5 680	6 286
Värdeförändringar fastigheter	8 542	21 360	5 750	6 038	6 339
Res. Bost.prod & Upplösning goodwill	-468	-243	0	0	0
Värdeförändringar	-207	2 487	0	0	0
Resultat före skatt	10 341	29 294	10 900	11 718	12 625
Aktuell skatt	-164	-247	-109	-117	-126
Uppskjuten skatt	-1 093	-3 446	-1 591	-1 711	-1 843
Periodens resultat	9 084	25 601	9 200	9 890	10 655
Förvaltningsresultat efter betald skatt	2 310	5 443	5 041	5 563	6 159
Resultat hänförligt stam A och B	7 291	23 697	8 898	9 265	10 026
Resultat just. för värdeför. hänför. stam	-576	93	3 148	3 344	3 813

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning, helår 2020-2024P (MSEK)

	2 020	2021	2022P	2023P	2024P
Immateriella anläggningstillgångar	6 319	6 066	6 066	6 066	6 066
Förvaltningsfastigheter	90 185	149 335	172 723	198 057	228 491
Nyttjanderätt tomträtt	614	639	639	639	639
Inventarier	22	48	53	61	69
Summa materiella anläggningstillgångar	97 140	156 088	179 481	204 823	235 265
Andel i intresseföretag/JV	2 867	16 373	20 549	25 028	29 839
Fordringar hos intressebol./JV	827	3 885	3 885	3 885	3 885
Derivat	129	547	547	547	547
Finansiella tillgångar, verk. värde	2 931	4 530	4 530	4 530	4 530
Andra långfristiga fordringar	0	207	207	207	207
Summa finansiella anläggningstillgångar	6 753	25 542	29 718	34 197	39 008
Summa anläggningstillgångar	103 893	181 630	209 198	239 020	274 273
Kundfordringar	91	219	214	207	295
Fordringar og intressebol./JV	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	279	279	279	279
Övriga fordringar	2 398	1 959	1 830	1 648	3 885
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	243	540	509	465	1 004
Summa kortfristiga fordringar	2 732	2 997	2 832	2 599	5 463
Kortfristiga placeringar	0	53	53	53	53
Likvida medel	13 606	9 837	10 251	10 479	9 514
Summa omsättningstillgångar	16 338	12 887	13 135	13 131	15 030
Summa tillgångar	120 231	194 517	222 333	252 152	289 303
Summa Eget kapital	52 136	82 971	95 462	108 493	122 334
Skulder till kreditinstitut	11 995	21 974	24 742	27 776	31 464
Obligationslån	34 663	51 919	60 637	70 191	81 804
Derivat	267	30	30	30	30
Uppskjutna skatteskulder	7 172	10 428	12 019	13 730	15 573
Skuld finansiell leasing	614	639	639	639	639
Övriga långfristiga skulder	1 020	292	292	292	292
Summa långfristiga skulder	55 731	85 282	98 359	112 659	129 803
Skulder till kreditinstitut	69	1 758	2 296	2 886	3 603
Företagscertifikat	5 418	11 169	12 173	13 273	14 610
Obligationslån	3 121	1 175	1 805	2 495	3 333
Leverantörsskulder	117	181	184	189	336
Aktuella skatteskulder	166	418	424	432	677
Övriga skulder	2 098	9 530	9 563	9 610	11 032
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1 375	2 033	2 067	2 115	3 574
Summa kortfristiga skulder	12 364	26 264	28 512	31 000	37 166
Summa eget kapital och skulder	120 231	194 517	222 333	252 152	289 303

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde, helår 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	2 247	2 415	3 941	4 413	4 952
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	-1 720	21	165	232	-2 864
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	-7 522	2 184	77	108	3 272
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-6 995	4 620	4 184	4 753	5 361
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-15 386	-55 899	-22 763	-24 948	-30 324
Försäljning av fastigheter	12 903	20 241	5 125	5 650	6 229
Investeringar/försäljning inventarier	-3	-31	-5	-8	-8
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-1 626	-9 234	-3 076	-3 329	-3 604
Investeringar i immat. anläggningstillgångar	-73	0	0	0	0
Föränd. av fordringar hos intresseföretag/JV	307	-3 049	0	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	-1 323	180	0	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	44	-169	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-5 156	-47 962	-20 718	-22 635	-27 706
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	2 784	0	210	0	0
Emissioner hybridobligationer/konvertibler	12 481	1 893	5 000	5 250	5 513
Inlösta preferensaktier	0	-20	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	0	58	0	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-855	-1 846	-1 919	-2 109	-2 327
Nettoförvärv minoritetsandelar	-2 356	2 528	0	0	0
Nettoupptagning av lån	-185	32 355	13 658	14 969	18 194
Förändring övriga långfristiga skulder	1 052	4 579	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	12 921	39 546	16 948	18 110	21 380
Periodens kassaflöde	770	-3 796	414	229	-965
Likvida medel, periodens börj.	12 858	13 606	9 837	10 251	10 479
Valutakursändring i likvida medel	-22	27	0	0	0
Likvida medel vid periodens slut	13 606	9 837	10 251	10 479	9 514

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

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

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

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

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

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

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