



UPPDRAGSANALYS
21 februari 2019

SBB | NORDEN

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Värdeökning på bostäder	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Investment Case	4
Jämförande värdering.....	6
Disclaimer	10

Värdeökning på bostäder

Efter att ha lyft sin intjäningsförmåga med nästan 20 procent i kvartal 3/2018, stannade förbättringstakten på under 1 procent i kvartal 4. Däremot lyfte fortsatt stora värdeökningar om 2,7 procent på fastigheterna aktiens substansvärde väsentligt. Aktien värderas nu till 9 procent substanspremie.



Sektorn samhällsfastigheter började etableras i Sverige omkring år 2000. Vd:n och huvudägaren Ilija Batljan startade SBB i Norden efter att tidigare varit vice vd på Rikshem från 2011 till 2016 där han gjorde fastighetstransaktioner i stor skala. SBB:s affärsmodell är mer opportunistisk än Rikshems, med renovering av bostäder som ger högre hyra. Att ta fram

byggrätter som sedan säljs samt köp av samhällsfastigheter centralt i fler regionstäder är en annan.

Fördelen med offentliga hyresgäster är en låg risk för hyresförluster, då hyresåtagandena ytterst är skattegaranterade. Offentliga hyresgäster sitter ofta kvar längre i sina lokaler och betalar dessutom litet mer än privata företag. Restvärdes- och vakansrisken är generellt låg då Samhällsfastigheter utgör en del av samhällets infrastruktur. Den portfölj som SBB i Norden har köpt samman har sju års genomsnittlig återstående löptid på hyreskontrakten.

Efter att ha sänkt sin genomsnittliga räntekostnadsnivå med 44 punkter i kvartal 3/2018, stannade förbättringen i fjärde kvartalet på 5 punkter till 2,44 procent räntekostnad. Vi tror att det finns ytterligare litet potential att få ned räntenivån genom en förnyad lånestruktur. En relativt stor del av den framtida intjäningen ska annars komma från förädling/renovering av bostäder (höjd hyra) samt försäljning av förvärvade byggrätter. Under 2017 och 2018 är det framförallt orealiserade värdeökningar på fastighetsbeståndet som har lyft resultatet.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

MSEK	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Hyresintäkter	187	1 339	1 680	1 881	2 107	2 351
Drifnetto	91	877	1 071	1 227	1 395	1 580
Resultat före skatt	1 224	3 131	1 904	864	1034	1 221
Årets resultat	1 007	2 429	1 690	674	807	952
Resultat per aktie, kr	n.m.	3,7	2,3	0,9	1,1	1,3
P/E-tal	n.m.	1,7x	4,8x	13,9x	10,8x	9,1x
Nettoskuld	5 108	13 775	14 589	16 003	17 447	18 992
Eget kapital	1 767	6 389	9 009	9 498	10 040	10 652

Källa: SBB i Norden (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

Datum: 21 februari 2019
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: SBB I NORDEN AB
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Ilija Batljan
Styrelseordförande: Lennart Schuss
Marknadsvärde: 8 679 MSEK (exkl. preferens- och D-aktier).
Senast: 11,48 SEK
Kort om SBB i Norden: SBB i Norden äger Samhällsfastigheter och bostäder för cirka 25 miljarder kronor. Per 31 december 2018 låg 70 procent av beståndet värdemässigt i Sverige och 30 procent i Norge. 64 procent låg i storstadsregioner, där Oslo är den enskilt största. Av hyresgästerna är 54 procent offentliga, medan 28 procent är bostäder.

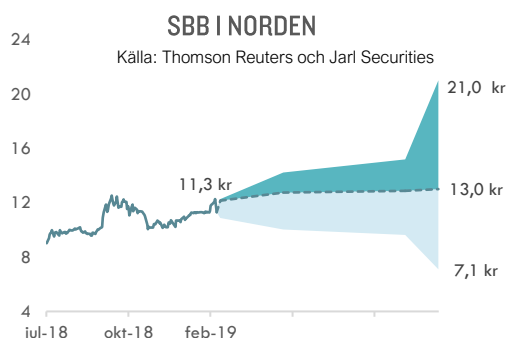
Möjligheter och styrkor: Bolaget drivs av en stark entreprenör som under sin tid på Rikshem dominerade den svenska transaktionsmarknaden för Samhällsfastigheter. Uppbyggnaden av SBB i Norden visar på samma beslutsamhet.

Ledningen har också utnyttjat kapitalmarknadens finansieringsmöjligheter och snabbt pressat ned sina räntenivåer.

Risker och svagheter: Bolagets bestånd har byggts upp under en kort tid och har begränsad historik som förvaltad bestånd.

Offentliga lokaler tenderar att vara anpassade för sina hyresgäster. Det kan innebära ombyggnads- och investeringsbehov vid byte av hyresgäster längre fram. Vakansgraden i dagens bestånd är mycket låg, endast cirka 3 procent.

Värdering: Bear 7,1 kr Bas 13,0 kr Bull 21,0 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



VD Ilja Batljan har en tidigare fastighetskarriär som vice VD på Riksham, där han spelade en ledande roll på den svenska marknaden. Nyrekryterad är vice VD Lars Thagesson (tidigare Kungsleden) med mångårig erfarenhet. I styrelsen återfinns Lennart Schuss som en av Sveriges tidigare ledande transaktionsrådgivare samt Sven-Olof Johansson, entreprenör och huvudägare i FastPartner.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Ägarlistan toppas förutom av VD Ilja Batljan av ett antal mycket välkända svenska fastighets- och bygg-entreprenörer som Sven-Olof Johansson (FastPartner), Erik Paulsson (Fabega, Wihlborgs m.fl.) samt Arvid Svensson (storägare i Balder och Klöver), liksom Michael Cocozza lokal byggmästare i Linköping. Vi höjer betyget från 6 till 7, då det är branschkunnigt folk.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Koncernen har sänkt sin belåningsgrad från 60 till 53 procent på ett år, delvis som en följd av värdeökningar på fastigheterna. Räntetäckningsgraden har förbättrats till 2,9 ggr räknat på intjäningsförmåga med nuvarande fastighetsbestånd. Genomsnittsräntan har sänkts från 3,5 till 2,4 procent under helåret 2018, vilket dramatiskt har ökat bolagets intjäningsförmåga. Vi höjer det finansiella betyget från 5 till 7, vilket är i nivå med FastPartner.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets Finansiella ställning.

Potential



Förutom lägre finansieringskostnader och positiva effekter av fortsatta förvärv har SBB i Norden ett ganska stort innehav av byggrätter för bostäder i sin portfölj som både kan utvecklas med vinst och säljas. Däremot är bolaget och aktien inte längre värderat med någon rabatt mot sitt substansvärde, utan tvärtom med en premie.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Den största risken är personrelaterad då bolaget är både entreprenörs- och ägarlett. Liknande bolag som Kungsleden under Jens Engwalls ledning har mött motsvarande utmaningar i samband med ledningsbyte. I övrigt utgör ökade avkastningskrav och ekonomiska vakanser i SBB:s fastighetsbestånd också ett visst hot.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Investment Case

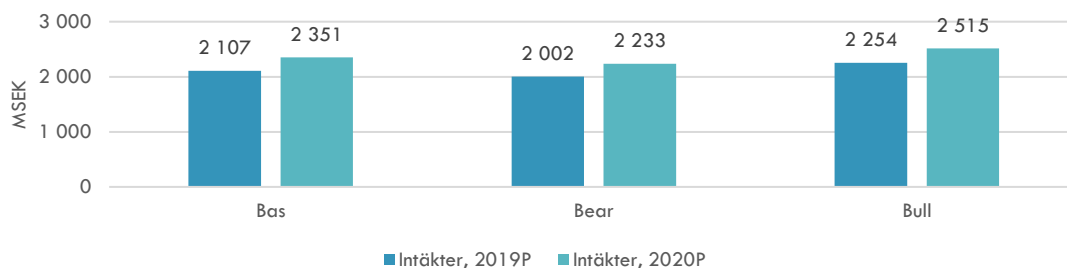
Samhällsbyggnadsbolaget (SBB i Norden) har på två år byggt upp ett fastighetsbestånd värt cirka 25 miljarder kronor. Bolaget har varit marknadsledande vad gäller transaktioner i Sverige inom samhällsfastighetssegment sedan bolaget startade. Bolagets strategi inriktar sig på två segment; bostadsfastigheter i Sverige och samhällsfastigheter i Norden. Företaget skall äga, förvalta och utveckla fastigheterna.

På bostadssidan innebär det främst att driva detaljplaneförändringar fram till fastställande. Dessa blivande byggrätter ingår i tidigare gjorda förvärv. Det kan exempelvis handla om en förtätning i anslutning till ett kommersiellt hus eller byggnadskomplex. Bolaget säljer sedan de färdiga bostadsbyggrätterna till aktörer som till exempel Peab, HSB, KPA m.fl. bolag helt eller till ett med köparen gemensamt bildat samriskbolag. Koncernen frigör på så sätt medel för en fortsatt expansion mot andra fastighetsaffärer. Målsättningen är att utveckling och försäljning av byggrätter ska bidra med mellan 250 och 400 miljoner kronor i årligt resultat. Det motsvarar mellan 32 och 52 procent av den intjäningsförmåga efter finansnetto och före skatt som bolaget redovisar per 31 december 2018.

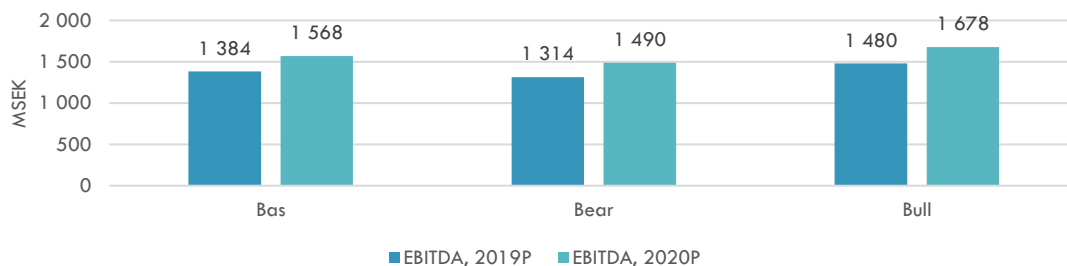
Samhällsfastigheter eller Offentliga Fastigheter som är SBB i Norden AB:s huvudsakliga marknad med stat, kommun och landsting som hyresgäster ger stabila hyresförhållanden och normalt även längre löptider på hyreskontrakt, inte sällan fem till tio år. Detta är eftertraktat ur två aspekter. Dels för att ett vanligt standardhyreskontrakt för kommersiella lokaler i Sverige löper på tre år. Dessutom är offentliga hyresgäster mer säkra betalare än privata företag, då deras intäkter ytterst garanteras av skatteintäkter och statsbidrag. Ett hyreskontrakt som tecknas med Skellefteå kommun kring ett kulturhus och ett hotell till en investering av 1050 miljoner kronor ger 44,5 miljoner kronor i årligt driftnetto i 50 års tid. Så långa hyresavtal är extremt ovanliga i Sverige och en direktavkastningskravet borde vid såg ett tioårigt kontrakt vara omkring 5 procent, Rent matematiskt vid ett riskillägg om 1 procent från år 11 i hyres- och vakansriskkalkylen, motsvarar ett 50-årskontrakt ca 1 procent-enhet lägre avkastningskrav så det ser ut som en bra affär för bolaget. Offentliga hyresgäster har också en tendens att betala högre kvadratmeterhyror för sina lokaler jämfört med hyresgäster från den privata sektorn.

Värdering av fastighetsbolag brukar utgå från substansvärdet, det vill säga det egna kapitalet med fastigheterna upptagna till aktuella marknadsvärden. Sett på detta sätt har SBB i Norden ett bokfört eget kapital hänförligt till moderbolagets ägare på cirka 9,0 miljarder kronor per 31 december 2018. Efter de senaste månadernas kursuppgång till följd av bolagets expansion (förvärv) och refinansiering av lån överstiger nu bolagets börsvärde det bokförda egna kapitalet (efter avdrag för minoritetens andel samt hybridobligationer) med 12 procent samt återläggning av uppskjuten skatteskuld som överstiger 10 procent latent reavinstskatt). Bolaget rapporterar värdeökningar på sina fastigheter på knappt 1,6 miljarder kronor under helåret 2018, varav cirka 670 miljoner kronor under fjärde kvartalet. Det kan förklaras genom en kombination av högre hyresintäkter, värdeutveckling genom framtagande av byggrätter samt lägre avkastningskrav. I årstakt motsvarar det en värdeökning på knappt 7 procent på bolagets fastighetsbestånd under 2018.

Prognos, intäkter



Prognos, EBITDA



Källa: Jarl Securities

För att konstruera ett Bas-, Bear- och ett Bull-scenario har vi utgått från en vägd kalkylränta om 6,0 procent. Denna kalkylränta har härletts från 35 procent eget kapital med avkastningskrav 9 procent och 65 procent lån till 1,9 procent ränta (bolagets försiktiga målbild efter full omförhandling av dagens låneportfölj). Därutöver har vi adderat ett företagsspecifikt riskillägg om 1,5 procent.

Vi har använt ett tillväxtantagande om 1,5 procent i vårt Bear-scenario, 1,75 procent i Bas-scenariot och 2 procent i Bull-scenariot. Vi varierar intäktsscenarioerna från 95 procent av Bas-scenario-intäkterna i Bear-scenariot till 107

procent av Bas-scenario-intäkterna i Bull-scenariot. Slutligen har vi varierat den vägda kalkylräntan för att spegla möjliga förändringar i bolagets framtida finansieringskostnader, liksom marknadens ändrade avkastningskrav på fastigheterna (plus/minus 0,35 procent-enheter i Bull- respektive Bear-scenariot).

DCF-värdering

	Bear	Bas	Bull
Wacc	6,4%	6,0%	5,7%
CAGR, 2017 - 2020	7,4%	8,8%	10,6%
Tillväxt, evighetsvärde	1,5%	1,8%	2,0%
Rörelsevärde (EV), mkr	22 911	27 411	33 441
Nettoskuld, 30 juni 2018P, mkr	-16 403	-16 403	-16 403
Aktievärde, mkr	6 509	11 009	17 039
Antal aktier efter utspädning, milj.	756	756	756
Värde per aktie, SEK*	7,1	13,0	21,0
Implicit EV/Sales, 2018P	12,8x	14,6x	16,6x
Implicit EV/EBITDA, 2018P	19,8x	22,6x	25,7x

Källa: Jarl Securities.

* Efter antagen inlösen av preferens- och stam D-aktier.

Som synes varierar det motiverade aktievärdet kraftigt från 7,1 kronor per aktie i Bear-scenariot, över 13,0 kronor per aktie i Bas-scenariot till 21,0 kronor i Bull-scenariot. Vi tycker inte att detta är anmärkningsvärt med tanke på att bolaget har en belåningsgrad på 53 procent där värdeförändringar slår kraftigt på det egna kapitalet (hävstångseffekt omkring tre ggr). Vid vår senaste analysuppdatering blev våra riktkurser 7,8 kronor i Bear-scenariot, 11,7 kronor i Bas-scenariot och 17,2 kronor i Bull-scenariot.

Bull-scenariot motsvaras sav nedanstående komponenter:

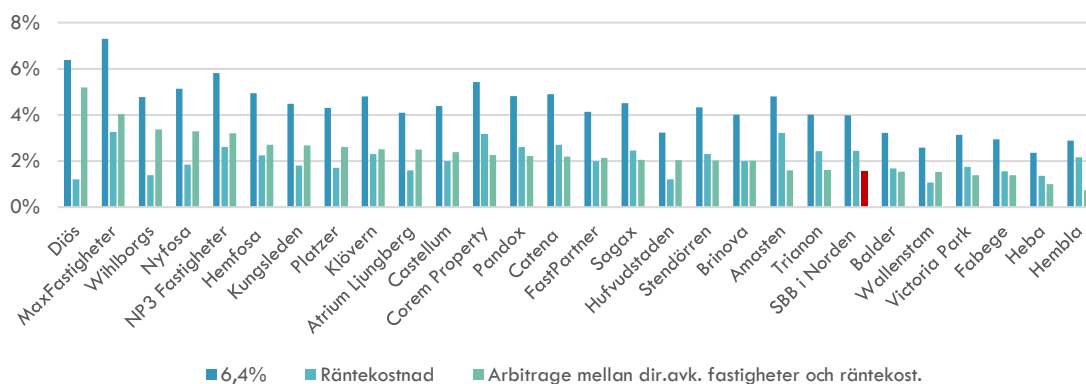
- En fortsatt värdeökning på bolagets bostadsbestånd till följd av lägre avkastning.
- En fortsatt värdeökning även på bolagets övriga bestånd, dock sannolikt något mindre jämfört med bostäderna (vilket också varit trenden under 2018).
- Reavinster från bolagets samriskbolag med olika parter kring utveckling och försäljning av byggrätter i Sverige.

Jämförande värdering

I följande avsnitt jämför vi hur SBB i Norden AB-aktien handlas relativt 27 andra noterade fastighetsaktier på Stockholmsbörsen. Vi rankar i tre kategorier, där den första är arbitraget mellan den implicita direktavkastningen på bolagets fastighetsbestånd (härlett via bolagets börsvärde) och bolagets genomsnittliga låneränta. Detta mått ger en indikation på vilka bolag som bör komma att belönas mest i form av stigande aktiekurs vid köp av fastigheter med en avkastning som överstiger bolagets låneränta. Bolag som belönats i denna kategori

de senaste åren är främst Balder, Sagax, Fastpartner och Pandox. De bästa arbitragen har idag Diös, MaxFastigheter, Wihlborgs, Nyfosa, NP3 Fastigheter, Hemfosa och Kungsleden möjlighet att göra. SBB i Norden placerar sig först på plats 22 av 28 i denna ranking. Men en lägre direktavkastning ligger bolagets potential i att få ned sin genomsnittliga räntekostnad från dagens 2,4 procent där målet är 0,6-0,7 procent-enheter lägre när bolaget har nått Investment Grade rating under 2019. Den genomsnittliga låneräntan för dessa 28 lån (samtliga lån ackumulerade) uppgår till 2,3 procent. SBB i Norden har idag ett arbitrage mellan fastigheternas direktavkastning och låneräntan på 1,5 procent vilket är samma som för tre månader sedan. De senaste månadernas kursuppgång har inneburit att den implicita direktavkastningen på bolagets fastigheter blivit lägre än tidigare.

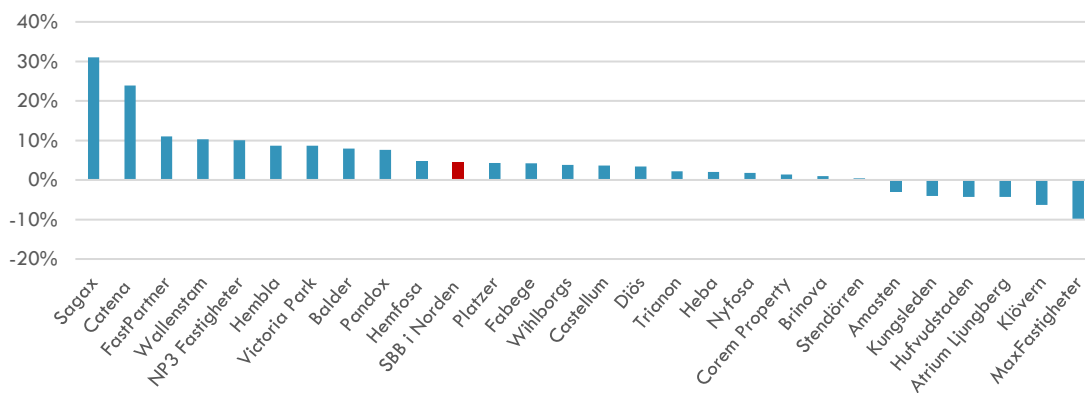
Ranking av fastighetsbolagen arbitrage mellan yield och låneränta. Kursavstämning är gjord per 20 februari 2019



Källa: Bolagsrapporter och Jarl Securities

Nästa ranking är till vilken premie eller substansrabatt respektive fastighetsaktie (bolag) värderas. I stort sett samtliga bolag låter externa värderare bedöma marknadsvärdena på bolagets fastigheter, om inte annat så vid årsboklusten. Efter den senaste tidens kursuppgång handlas SBB-aktien till 3 procent implicit premie (tidigare 2 procent vid avstämningen den 6 november 2018) på sitt fastighetsbestånds marknadsvärde (då har vi räknat med 10 procent latent skatt på övervärden i bolagens fastigheter). Det motsvarar 9 procent substanspremie i SBB-aktien. Totalt sett varierar värderingen av respektive bolag från 31 och 24 procent fastighetspremie i Sagax och Catena till som lägst 6 respektive 10 procent fastighetsvärdesrabatt i Klövern och MaxFastigheter. I det sistnämnda fallet handlar det om handelsfastigheter, en sektor som investerare är avvaktande till. I genomsnitt handlas de 28 bolagen med 4 procent premie på sina fastighetsvärderingar härlett via börsvärdena.

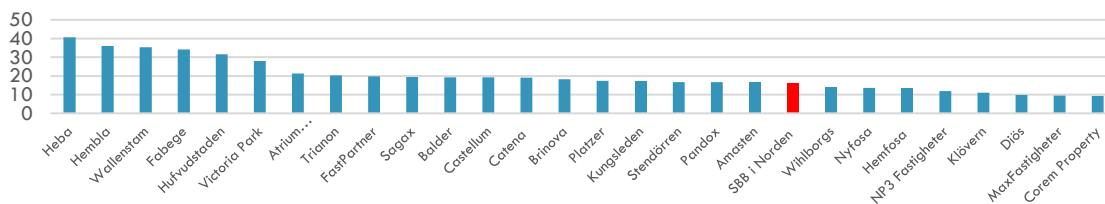
Ranking av fastighetsaktierna från implicit substanspremie eller rabatt på bolagens fastighetsbestånd.
Kursavstämning per 20 februari 2019



Källa: Bolagsrapporter och Jarl Securities

Den tredje och sista värderingsjämförelsekategorin är det implicita p/e-talet för respektive fastighetsaktie när aktuell aktiekurs jämförs med intjäningsförmåga (resultat efter skatt) med nuvarande fastighetsbestånd exklusive värdeförändringar på fastigheterna, ränteinstrument och andra tillgångar. I denna ranking framstår SBB i Norden-aktien som ganska lågt värderad till ett p/e-tal om cirka 16 ggr. SBB-aktien hamnar på plats 20 i denna kategori, jämfört med 21:a plats vid senaste avstämningen den 5 november 2018. Skulle bolaget lyckas sänka sin genomsnittliga låneränta med ytterligare 75 punkter (vilket ungefärligen är målsättningen) skulle aktiens p/e-tal beräknat på detta vis minska till 14 gånger.

P/E-tal baserat på nettoresultat exkl. Värdeförändringar. Kursavstämning per 20 februari 2019



Källa: Bolagsrapporter och Jarl Securities

Sammanfattningsvis värderas SBB i Norden nu något högre än genomsnittet för de svenska börsnoterade fastighetsbolagen. Den lägre värderingen gäller i förhållande till bolagets intjäningsförmåga som har ökat snabbt med lägre räntekostnader och i nästa steg en fortsatt expansion när väl Investment Grade-ratingen är uppnådd år 2019. Samtidigt värderas SBB-aktien till 9 procent premie på sitt substansvärde och har efter de senaste månadernas kursuppgång nästan kommit ikapp vårt Bas-scenario (som dock har justerats upp under tiden).

Företagsledningen har lyckats att lära marknaden den utvecklingsstrategi som används och att detta leder till högre vinst och dito substansvärde på sikt.

Möjligheterna att förbättra resultatet är som vi ser det ganska goda framöver. Det är kopplat till försäljning av byggrätter, renovering av bostäder samt lägre räntekostnader. I alla dessa avseenden har bolaget den senaste tiden visat sig kapabla att röra sig i rätt riktning. Den del av marknaden som bolaget rör sig har dessutom låg konjunkturkänslighet även i avseendet värdet på byggrätter.

Som alla fastighetsbolag är det dock viktigt att inte avkastningskraven på fastigheterna skulle stiga framöver. Detta eftersom fastigheternas värde liksom värdeökningar de senaste åren i stor utsträckning är kopplat till dagens låga ränteläge.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities 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 Jarl Securities. Jarl Securities 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 med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.