

Information

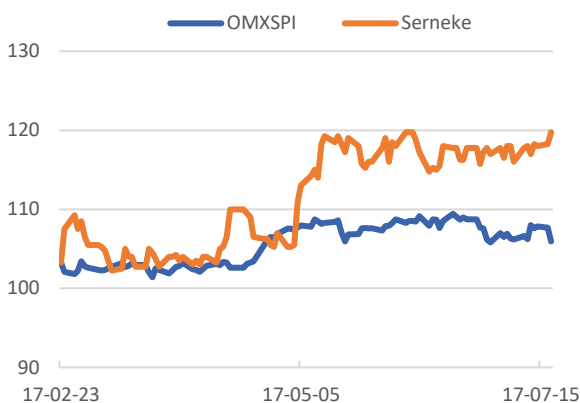
Bolagsnamn	SERNEKE Group AB
Bloomberg	SRNKEB SS Equity
Reuters	SRNKEB.ST
Free float	57 %
Aktiekurs, kronor	119,75
Marknadsvärde, MSEK	2 783
Hemsida	www.serneke.group

Analytiker, Jarl Securities

Bertil Nilsson	bn@jarlsecurities.com
Senior Analyst	
Markus Augustsson	ma@jarlsecurities.com
Head of Equity Research	

Aktiens utveckling

	1M	3M	6m	YTD
Serneke	1%	9%	7%	14%
Serneke relativt OMXSPI	4%	5%	- 1%	6%



Nyckeltal

MSEK	2015	2016	2017p	2018p	2019P
Intäkter	3107	3978	5524	6469	7115
Rörelseresultat	128	411	369	471	487
Årets resultat	137	394	312	383	394
Resultat/aktie, kr	8,49	22,40	13,43	16,46	16,94
P/E-tal, ggr		4,7	8,9	7,3	7,1
Nettokassa	223	- 37	- 67	- 143	- 216
Eget kapital	453	1469	1813	2196	2590

Serneke

KÖP, 140 kronor

Ökade värden i Karlastaden

Serneke är en tillväxtorienterad Entreprenad- och Projektutvecklingskoncern som idag är ett av Sveriges större byggföretag. En ny hotelloperatör (Choice) och godkänd detaljplan innebär ökade värden på projekt Karlastaden.

Serneke är en snabbväxande Entreprenad- och Projektutvecklingskoncern skapad av sin VD, huvudägare och grundare Ola Serneke. Han har en bakgrund från olika ledande befattningar inom Peab under 1990-talet. Konceptet har varit att lära av tidigare erfarenheter och bli bättre än konkurrenterna (Peab, NCC och Skanska). Serneke har växt snabbt de senaste åren och etablerat sig som en av Sveriges tio största byggbolag, vilket i sig är en makalös bedrift! Detta har huvudsakligen skett organiskt där bolaget har skaffat sig en osedvanligt stark position i Göteborg och Västra Götaland. Med förvärvet av Värmdö Bygg 2014 etablerade sig Serneke i Stockholmsregionen. Därtill har en region byggts upp i Skåne (Syd).

Utvecklingen av byggerörelsen har skett parallellt med att ett antal fastigheter med projektpotential köptes in för ett antal år sedan av huvudägaren. Dessa har möjliggjort gigantiska projekt som det planerade Karlatornet på Lindholmen i Göteborg (idag hälftenägt tillsammans med NREP). Förvärvet av Säve Flygplats i norra delen av Göteborg ger också stora framtida exploateringsmöjligheter. Men projektportföljen innehåller även exempelvis byggrätter till nyproducerade bostäder ibland annat Alingsås, Borås och Helsingborg.

Bostadsproduktionen har ökat kraftigt i Sverige sedan 2012, med en uppbyggd bostadsbrist som främsta drivkraft. Det syns i Sernekes intätsredovisning där bostadsproduktion utgör omkring 40 procent av intäkterna helåret 2016. Bolaget har också etablerat en anläggningsdivision där ambitionen är att vända tidigare röda siffror till svarta under 2017. Koncernens orderstock har ökat och täckte vid halvårsskiftet 2017 nästan två års produktion. Det är mer än någon av bolagets större börsnoterade konkurrenter. Vår bedömning är att vinstnivån i bolaget är på väg uppåt och en fortsatt trendförbättring syntes under andra kvartalet 2017.

Serneke-aktien är ganska försiktigt värderad om både Fastighetsutvecklings- och byggerörelsen beaktas. Vi höjer vår riktkurs till 140 kronor (138) och upprepar vår Köp-rekommendation.

Ett expansivt bygg- och fastighetsbolag

Serneke Group bär grundaren Ola Sernekes namn, som är bördig från Alingsås. Bolagets startade 2002 med säte i Göteborg och har sedan dess växt snabbt och stadigt, initialt under en ganska svag lönsamhet till följd av pressade anbudspriser som medel att vinna marknadsandelar. Från år 2015 har prisbildningen höjts och normaliserats. Det har underlättats genom att bolaget migrerat mot allt större projekt.

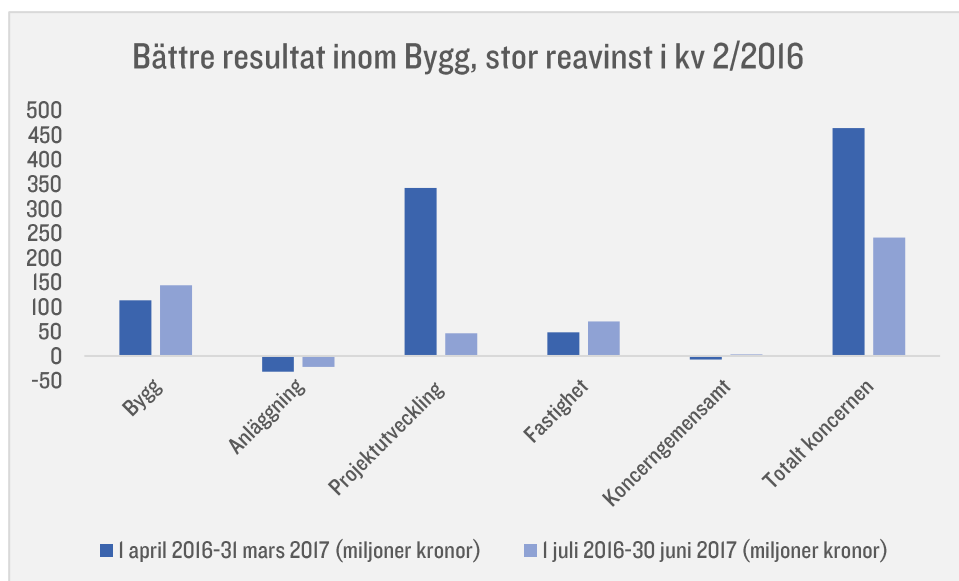
Sernekes entreprenadrörelse består av två divisioner: Bygg samt Anläggning. Medan Byggdivisionen idag omsätter 4,1 miljarder kronor med en för sektorn normal lönsamhet med en rörelsemarginal om 3 ½ procent rullande helår 1 juli 2016–30 juni 2017. Den betydligt mindre Anläggningsdivisionen har ökat sin omsättning till 558 miljoner kronor samma rullande helår 2016/17, men redovisar fortfarande röda resultatsiffror (om än ganska små sådana under 2017).

Serneke har etablerat sig i de tre storstadsområdena (Region Öst- Stockholm, Region Väst med säte i Göteborg samt Region Syd i Malmö). Bolaget har en stark närvaro i region Väst med sju lokalkontor (utöver Göteborg) från Strömstad i norr till Halmstad i söder). I Region Syd återfinns kontor i Malmö och Helsingborg.

Bolagets närvaro i Stockholmsregionen började etableras med förvärvet av Värmdö Bygg år 2014. Detta steg var naturligt i och med att Stockholms-regionen utgör omkring 35 procent av den totala svenska byggmarknaden räknat i omsättning.

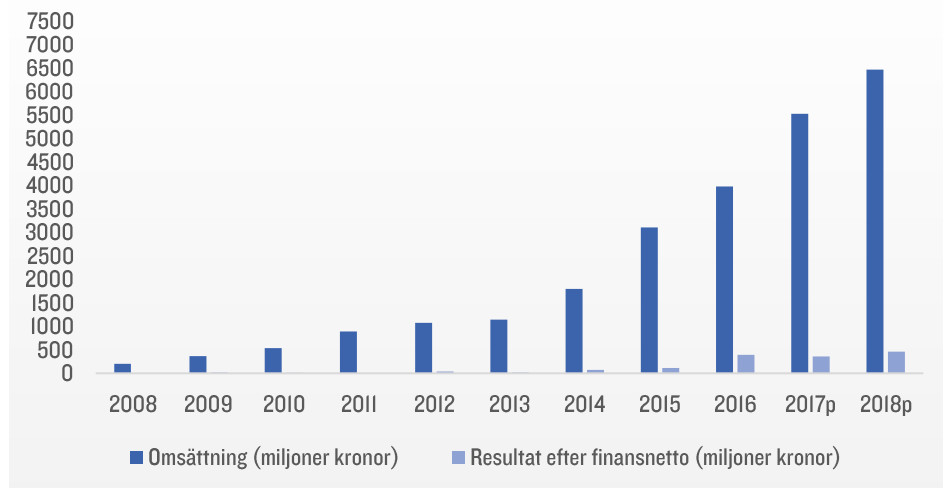
Serneke strävar efter att varje lokalkontor skall hålla en årsomsättning överstigande 200 miljoner kronor för att få ekonomisk bärkraft. Förutsättningarna för detta finns normalt i de svenska regionstäderna, även om det lokala konkurrensläget är avgörande i bedömningen i varje enskilt fall. Serneke kan tänka sig att expandera mot Mälardalen (Västerås och Eskilstuna) och/eller Östergötland (Linköping), med en viss koppling mellan dessa och Stockholmsregionen.

Nedan visas rörelseresultat (EBIT) för samtliga affärsområden samt på koncernnivå de senaste tolv månaderna (redovisat dels som det såg ut efter kvartal 1/2017-rapporten och nu de senaste redovisade siffrorna per 30 juni 2017). Under kvartal 2/2016 skedde en omvärdering av bolagets samriskbolag som Karlstaden i Göteborg med 330 miljoner kronor där NREP Strategies Fund II gick in som hälftenägare vid halvårsskiftet 2016. Vi räknar med större reavinsten avseende byggrätter i Karlstaden, Göteborg under andra halvåret 2017.



Koncernens byggerörelse har växt närmast exponentiellt sedan 2008 vilket illustreras i nedanstående diagram.

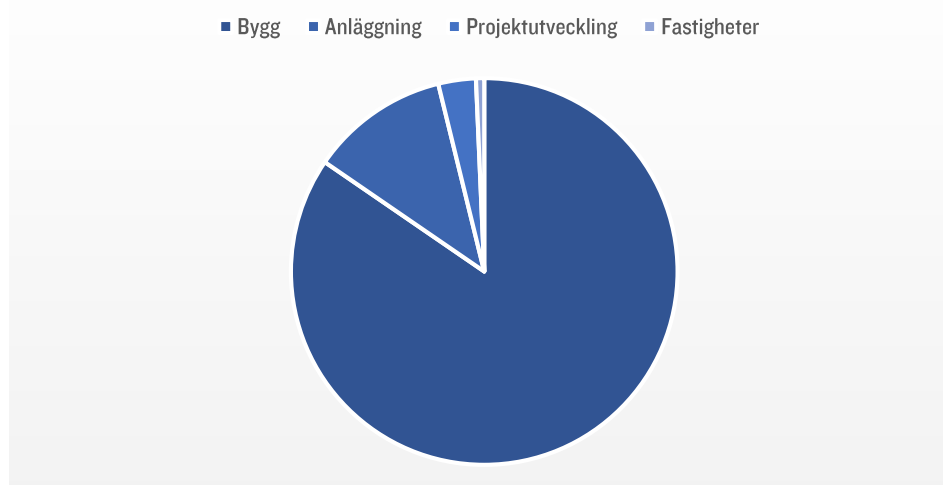
Snabbväxande byggerörelse, vinsten tar fart nu



Intäkts- och resultatutveckling för Serneke Group under perioden 2008 – 2016 samt prognos 2017–2018. Källa: Företagets finansiella rapporter.

Fördelningen av Sernekes intäkter per affärsområde (senaste rullande helår) framgår av nedanstående diagram. Serneke Bygg stod för knappt 85 procent och Anläggning för knappt 12 procent av intäkterna, medan fastighets- och projektrörelsen utgjorde resten. Medan fastighetsrörelsen innehåller ett fåtal förvaltningsobjekt kommer projektutvecklingens intäkter av lätt insedda skäl stötvis när fastighetsförsäljningar genomförs.

Serneke, Intäkter per affärsområde kv 3 2016-kv 2 2017



Serneke Groups intäkter per affärsområde kv 3 2016-kv 2 2017. Källa: Bolagets halvårsrapport 2017.

Serneke lämnar sedan 2015, då företaget nått en kritisk massa om 3 miljarder kronor i årlig omsättning, i huvudsak anbud på entreprenader med värde överstigande 100 miljoner kronor. Strategin är att växa i etapper och skaffa sig referensbok först på ett 300 miljoner kronors-projekt och sedan jobba sig uppåt i flera steg (500 respektive 700 miljoner kronors-projekt) för att på sikt kunna offerera på en miljard kronors-projekt. Denna strategi är viktigt eftersom marknaden för mindre

byggprojekt i storleksordningen 20 till 100 miljoner kronor är starkt konkurrensutsatta med lägre anbudspriser som följd. Vid större anbud är konkurrensen mindre och möjligheten att vinna marginaler större. Koncernens orderbok med två och ett halvt års duration motsvarar en fakturering på drygt åtta miljarder kronor (motsvarande nästan två års intäkter i förhållande till senaste rullande tolv månader).

Lönsamheten i bygg- och anläggningsrörelsen

Med den beskrivna målsättningen skall Serneke växa till 10 miljarder kronor i omsättning senast år 2020. Det finns också en ambition att Serneke-koncernen på sikt skall etablera sig på USA-marknaden med Skanska som förebild.

Fram till 2016 har Serneke vuxit med storleksordningen 50 procent årligen på den svenska marknaden och tagit marknadsandelar delvis på ett lägre pris. Idag kan läget vara det omvända, där Serneke i vissa upphandlingar kan vara dyrare än någon av de tre större byggarna (NCC, Peab eller Skanska) och ändå få ordern på faktorer som kompetens, helhetserbjödande, organisation, referenser etc. Detta är naturligtvis en utveckling som är värd allt beröm vad gäller skickligt entreprenörskap.

Affärsområde Bygg inom Sernekes rörelsemarginal som blev 2,7procent 2016 skall upp till 5 procent marginal senast år 2020. Det är onekligen ett offensivt mått om vi jämför med vad byggbranschen historiskt levererat (vi återkommer till detta under värderingsavsnittet). Serneke Bygg har sedan tidigare en god kostnadskontroll, så potentialen ryms i bättre priser från beställarna. En sådan positiv trend kan redan idag ses på grund av en stark svensk byggkonjunktur, men också som en följd av en bättre ordermix (flera stora projekt med mindre konkurrens).

Serneke brukar lägga ut huvuddelen av den totala entreprenadstocken på underentreprenörer, medan en mindre andel brukar utgöras av Serneke-organisations egna timmar. Företaget vill vara projektledare samt även ha en del av arbetsstyrkan ute lokalt på plats för att sätta en standard vad gäller kvalitet, säkerhet och hållbarhet.

Serneke vill jobba mot betalningssäkra beställare på byggsidan. Andelen LOU-kontrakt (Laget om offentlig upphandling) mot stat, landsting och kommuner samt myndigheter) ligger därför på ca 50 procent. En annan vanligt återkommande kundgrupp är fastighetsbolag som Hemsö, Platzer och Skandiafastigheter eller bolag och organisationer som Riksbyggen och HSB. Vi känner till att det brukar finnas incitamentsdelar på en del av de senare kontrakten inom byggande av bostadsrättslägenheter, där vi dock inte vet om detta är hänförligt till Serneke.

Affärsområde Anläggning gjorde en större omorganisation som en del av ett omfattande åtgärdsprogram under 2016. Serneke tvingades göra fyra projektnedskrivningar på Anläggningssidan 2016 som totalt kostade bolaget 32 miljoner kronor. I första steget bör Serneke Anläggning få en god egen anbuds- och kostnadskontroll i verksamheten. I nästa steg skulle ett förvärv kunna bidra till att expandera verksamheten, alternativt att bolaget fortsätter att växa organiskt. Oavsett vad ledningen väljer att göra är det viktigt att den visar handlingskraft i denna verksamhet eftersom det här finns en betydande förbättringspotential. Den totala anläggningsmarknaden i Sverige väntas också växa relativt sett mer under 2018 jämfört med övriga segment enligt Sveriges Byggindustrier.

Projektportföljen

Totalt har Serneke en projektportfölj av byggrätter och fastigheter som är bokförda till 628 miljoner kronor och marknadsvärderad till drygt 1,7 miljarder kronor per 30 juni 2017. Brutto utgör byggrätterna i Karlstaden cirka 1,5 miljarder kronor av totalt 2,5 miljarder kronor och netto (Sernekes ägarandel) cirka 750 miljoner kronor av totalt cirka 1,7 miljarder kronor i bedömt marknadsvärde.

Karlstaden Holding i Göteborg (med den planerade skyskrapan samt övrig byggbar mark i området) ägs sedan halvårsskiftet 2016 tillsammans med NREP Strategies Fund II. Denna försäljning gav förutom en reavinst även utrymme till en uppskrivning av Sernekes kvarvarande hälften-andel i samriskbolaget som bokfördes i andra kvartalet 2016 och utgjorde en stor del av Serneke Groups helårsresultat 2016. Vid beräkning av värdet på byggrätterna bör dock beaktas att färdigställandet av exempelvis Karlstaden väntas pågå i mellan fem och sju års tid. I färdigt skick (omkring år 2023) skall Karlstaden omfatta tio kvarter i stadsdelen Lindholmen (på norra sidan av Göta Älv mitt emot centrala Göteborg)



Situations vy över Karlstornet och Karlstaden på Lindholmen i Göteborg i färdigt skick. Centrala Göteborg ligger på andra sidan Göta Älv. Källa. Karlstaden via www.google.se.

med 2 000 bostäder och 70 000 kvadratmeter kommersiell yta. Annorlunda uttryckt är det cirka 175 tusen kvadratmeter övriga byggrätter och mellan 70 och 75 tusen kvadratmeter byggrätt för den blivande skyskrapan Karlatornet, som är ett planerat torn med 240 våningar med huvudsakligen bostadslägenheter. Strax efter att kommunfullmäktige i Göteborg godkände detaljplanen den 16 juni 2017, meddelade bolaget att ett hyreskontrakt tecknats med operatören Choice i Karlatornet. Uthyrning av denna hotelldel bedöms ge 40 miljoner kronor i årliga hyresintäkter och tillsammans med över 550 försålda bostadslägenheter är kalkylen för Karlatornet tämligen säkrad redan. Framförallt innebär det rimligen högre värde på Karlatornet. Inräknat värde av fastställd detaljplan bör den realiserade värdeökningen överstiga 500 miljoner kronor. Serneke kommer att anlita internationella experter för grundläggning, stomme och fasad på Karlatornet (om det godkänds i detaljplanen). Dessa bolag har samtliga omfattande erfarenhet av skyskrapor som exempelvis Burj Khalifa-skrapan i Dubai. I nästa steg skall tecknade (icke bindande) förhandsavtal för lägenheter i Karlatornet konverteras till bindande avtal, där 80 till 90 procent av lägenheterna redan är sålda i förväg. Bolaget har även nyligen förvärvat en grannfastighet till blivande Karlatornet med syfte att ytterligare utveckla området framöver.

Efter det att detaljplanen nu godkänts kan Karlastaden Holding komma att sälja 60 000 kvadratmeter byggrätter i området och i så fall realisera en reavinst på i storleksordningen 200 miljoner kronor. Detta är beräknat som försäljningsvärde cirka 13 000 kronor per kvadratmeter byggrätt minus bokfört värde om cirka 6 500 kronor per kvadratmeter. Reavinsten på motsvarande nivå lär alltså kunna tas fram ytterligare ett par år (2018 och 2019) av Serneke innan "förrådet" måste börja fyllas på igen.

Företagsledningen ser projektutveckling av fastigheter som ett sätt att toppa koncernens rörelsemarginaler. Ett bra exempel är projektet åt Mälardalens Högskola i Eskilstuna som gav ett 20-årigt hyresavtal som såldes till Hemsö under första kvartalet 2017. En reavinst på 47 miljoner kronor för detta projekt redovisades för andra kvartalet 2017 och en ytterligare resultatdel kan tillkomma under fjärde kvartalet 2017 när projektet väntas vara klart och de slutliga byggkostnaderna är kända. Detta sätt att förädla en fastighet till nyckelfärdigt hus och sedan sälja till en ägare uppbackad av pensionskapital (med låga avkastningskrav) är en typisk affär inom detta segment. En annan typisk affär inom affärsområdet Projektutveckling är nyproduktion av bostäder på egen mark, vilket Serneke har ganska gott om främst i Göteborg, men även i exempelvis Alingsås, Borås och Helsingborg.

Vi ser det som en styrka att Serneke har en produktionsapparat vid sidan av projektutvecklingen. Det gör att bolaget kan sätta rätt pris på byggtreprenaderna från början. Det är annars en utmaning med tanke på att Sverige toppar Europaligan över de högsta byggkostnaderna per kvadratmeter.

Fastighetsdivisionen inom Serneke köpte i februari 2016 170 hektar mark vid Säve Flygplats på norra Hisingen i Göteborg, som senare genom tilläggsförvärv har utökats till 210 hektar mark i området. Det finns idag offentliga hyresgäster som Polisen, Sjöräddningen och därutöver mycket byggbar mark i detta område. Flygplatsverksamheten måste enligt avtal vara kvar i området i ytterligare femton år.

I aktiemarknaden är det uppenbart att Serneke bestraffas med en lägre värdering jämfört med konkurrenterna då bolaget prisas ner för upplevd högre risk. Det finns flera delar där denna rabatt kommer in. Dels för att bolaget vuxit snabbt där detta medvetet skett på bekostnad av lönsamheten. Dels för att bolaget köpt på sig stora byggrätter och driver projektet Karlastaden, dvs skyskrapan i Göteborg. Vi bedömer att denna rabatt är obefogad då bolaget lyckats växa och ta marknadsandelar och själva mer eller mindre väljer när man kan växla över från tillväxt till högre marginaler. Det är i ett sådant läge som bolaget nu befinner sig, givet att man får kontroll på anläggningssidan. Den andra stora invändningen från investerare är Karlastaden på Lindholmen i Göteborg. Som strategin är formulerad med säkrad finansiering i varje steg och försäljning av befintliga byggrätter bedömer vi att riskerna i detta projekt i dagsläget är under kontroll och speciellt så efter tecknande av hyresavtal för hotelldelen. Riskerna är att fastighetsmarknaden i Göteborg helt kollapsar vilket vi bedömer är osannolikt i dagsläget.

Marknad och konkurrenssituation

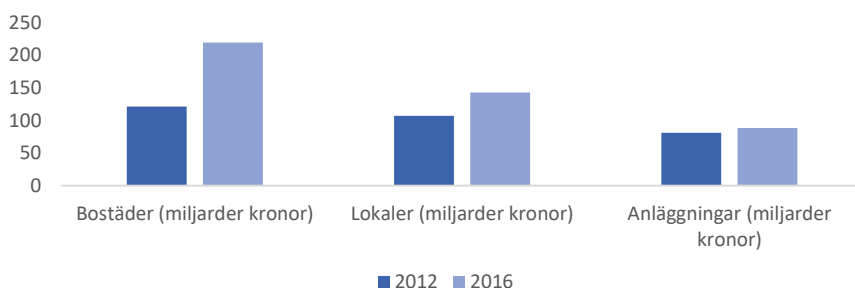
Den svenska byggmarknaden är speciell på många sätt. Det byggdes mycket i Sverige under större delen av efterkrigstiden och inte minst åren efter 1968 både med miljonprogrammet på bostadssidan men även offentliga byggnader som sjukhus, liksom idrottshallar under 1970-talet. Detta har betydelse eftersom denna mycket stora stock av lokaler och bostäder nu har kommit in i en underhållsintensiv fas sedan några år tillbaka. Det i sig bör garantera byggbranschen mycket underhållsjobb under kommande femårsperiod.

Efter högkonjunkturen i slutet av 1980-talet kom en rejäl baksmälla för fastighetssektorn under de första åren av 1990-talet då en mängd privata fastighetsägare gick i konkurs till följd av ett högre ränteläge. Sedan skedde en successiv återhämtning från mitten av 1990-talet understött av ett gradvis lägre ränteläge. Någon mer omfattande byggaktivitet kom dock inte igång förrän åren runt 2000 och då enbart på den kommersiella sidan (kontor i Stockholm City). Under tiden byggdes ett växande underskott av bostäder upp, i flertalet av Sverige större städer vilket spädades av den omfattande invandringen till Sverige under perioden 2005–2015. Detta gjorde bostadsbristen spridd till nästan hela landet bortsett från Norrlands inland.

Efter 2012 har bostadsinvesteringarna skjutit fart och stått för större delen av tillväxten i den svenska byggsektorn (där bostäderna har ökat från cirka 40 procent-2012 till omkring 50 procent 2016). Konvertering av kontor, industrier och andra kommersiella lokaler till bostäder har efter de senaste årens utveckling till sist också skapat en brist på moderna kontorslokaler och speciellt centralt i Stockholm och Göteborg.

Totalt sett investerades det 451 miljarder kronor i svenska bostäder, lokaler och anläggningar 2016. Det motsvarar drygt 10 procent av Sveriges BNP samma år (2016) som uppgick till 4379 miljarder kronor enligt www.ekonomifakta.se. Historiskt är det en medelhög siffra där andelen bostadsinvesteringar av svensk BNP har varierat mellan 6 och 16 procent sedan 1950 enligt Sveriges Byggindustrier.

Kraftigt ökad bostadsproduktion i Sverige sedan 2012



Idag ligger den svenska byggsektorn och slår i kapacitetstaket, till följd av brist på arbetskraft. Pensionsavgångarna från folk födda på 1940-talet har endast delvis kunnat ersättas med yngre folk. I viss mån har detta kompenseras med yrkeskunnigt folk från Polen och Baltikum.

Sveriges Byggindustrier förväntar sig att bostadsinvesteringarna skall plana ut på en hög nivå 2017 och 2018, samtidigt som infrastruktur-investeringarna väntas ta fart. Det är lätt att se den kopplingen mot bakgrund av kända projekt som Förbifart Stockholm, Västlänken i Göteborg, Tunnelbanans kommande utbyggnad i Stockholm och Ostlänken (järnvägsförbindelse med dubbelspår mellan Järna och Linköping). Serneke har därmed ett incitament att stärka upp sig på anläggningssidan för att ta del av denna utveckling. Dagens infrastrukturjobb som Serneke tar är snarare kopplat till utbyggnad av nya bostad- och lokalområden i våra storstäder.

Bostadsverket bedömer att det ackumulerade bostadsunderskottet i Sverige kommer att uppgå till 700 000 lägenheter år 2025. Förutom att denna volym förutsätter en ytterligare 20–25 procent högre produktionsstakt jämfört med idag utgår beräkning från att den historiskt höga befolkningsökningstakten i Sverige fortsätter. En annan osäker faktor är kundernas betalningsförmåga inom "volymsegmentet". Vi är övertygade om att ett betydande inslag av statliga bostadssubventioner kommer att bli nödvändigt om hela dagens bostadsbrist skall byggas bort.

Under slutet av 1980-talet fanns det gott om medelstora svenska byggbolag (Siab, Andersons, BPA, NPL Conata, Platzer, Kullenbergs, Realia m.fl.). Flertalet av dessa byggbolag slogs sedan ut under första halvan av 1990-talet och/eller fusionerades in i någon av de större (främst Peab, följt av NCC). Under de senaste åren har ett antal bolag åter växt sig till medelstora aktörer, där Serneke är en av dessa uppstickare. Bolaget är idag sannolikt Sveriges åttonde största bygg- och anläggnings-företag mätt i omsättning. Störst är Peab, Skanska och NCC – samtliga med en omsättning omkring 30 miljarder kronor i Sverige. Respektive bolags marknadsandel blir då cirka 8 procent för Peab, omkring 7 ½ procent för Skanska samt 6 ½ procent för NCC. Serneke Group hamnar på cirka 0,8 procent marknadsandel baserat på omsättningen för affärsområde Bygg och Anläggning.

Sveriges största byggtreprenadföretag (Belopp i miljoner kronor)			
	2015	2016	Tillväxt
Peab	36 780	38 607	5%
Skanska	34 124	33 826	- 1%
NCC	28 478	29 177	2%
JM	10 880	12 275	13%
Veidekke Sverige	7 518	10 425	39%
SVEVIA	6 961	7 105	2%
InfraNord	3 947	3 911	-1%
Serneke Group	3 107	3 978	28%
Struktur Rail AB	2 531	2 507	-1%
Erlandsson Bygg	2 529	2 532	0%
Wäst-Bygg Gruppen	1 873	2 332	25%
Ikano	1 729	n.a.	n.m.
MVB	1 634	2 076	27%
HSB Produktion	1 602	n.a.	n.m.

Intressant att notera är att de tre största byggbolagen (Peab, NCC och Skanska) inte växte nämnvärt eller alls under 2016. Det gjorde däremot bostadsproducerande JM och framförallt Veidekke och Serneke av de börsnoterade bolagen (tillika största bolagen). Svevia och InfraNord är anläggningsinriktade företag och därmed inte helt jämförbara med övriga (även JM "sticker ut" i det sammanhanget).

Konkurrensen är litet mer omfattande på Anläggningsidan från utländska aktörer på den svenska marknaden. Här finns exempelvis Strabag, Hochtief, Bilfinger med flera främst kontinental-europeiska bygg- och anläggningsföretag som även i något fall har förvärvat svenska bolag för att få ett lokalt fotfäste i Sverige. Inom Anläggningssegmentet finns också som vi tidigare nämnt bolag som Svevia och InfraNord.

Den viktigaste frågan ur ett värderingsperspektiv är om Serneke kan fortsätta att växa mot ett mål om 10 miljarder kronor i omsättning 2020. Det motsvarar 35 procent årlig tillväxt och är ett typiskt mål satt av en entreprenör och inte en förvaltare. Vi tror att Serneke för att lyckas kommer att behöva göra några förvärv av mindre och/eller medelstora bygg- och anläggningsföretag. Ett scenario med en viss utslagning av de finansiellt svagaste aktörerna inom fastighetsutvecklingssektorn skulle också kunna spela en aktör som Serneke i händerna. Bolaget är positionerat för förvärv genom att de idag är netto skuldfria, med en kassa på 558 miljoner kronor per 30 juni 2017.

Ledande befattningshavare

Vd och Vice vd

Ola Serneke, född 1971. Grundare av och huvudägare i Serneke Group sedan 2002. Ola jobbade redan under 1990-talet i byggbranschen, på Peab på olika ledande befattningar. Han har ett antal styrelseuppdrag i egna, närstående och sfärens bolag som t.ex. Göteborgs Nya Arena. Civilingenjörs-examen från Chalmers 1998. Han äger drygt 3,7 miljoner röststarka A-aktier och drygt 2,3 miljoner B-aktier i Serneke Group.

Michael Berglin, född 1973. Anställd på Serneke sedan 2012. Tidigare Skadeförordningschef på Folksam samt uppdrag inom Skanska och NCC-koncernerna. Michael är byggnadsingenjör från Borås Högskola och äger 264 500 B-aktier.

Styrelseordförande

Kent Sander, född 1953, är Civilekonom från Stockholms Universitet. Han har mer än 30 års erfarenhet från ledande befattningar i internationella IT-och telekomföretag. Kent Sander är även styrelseordförande för Tobii, Mr Green & Co, OnePhone Holding AB och Triboron International AB.

Affärsområdeschefer

Daniel Åstenius, född 1971. Affärsområdeschef samt VD för Serneke Bygg, anställd 2007. Tidigare byggnadsingenjör och projektledare inom Startec-gruppen samt ägare, VD och projektledare i Ledge Ing AB. Byggnadsingenjör från Chalmers Tekniska Högskola. Daniel äger 331 000 A-aktier och 450 000 B-aktier i Serneke Group.

Fredrik Jonsson, född 1976. Affärsområdeschef och VD för Serneke Anläggning. Anställd 2014. Tidigare uppdrag inom Bilfinger-koncernen samt Produktionschef inom Skanska. Utbildning MSc Project Management (University of Northumbria, Newcastle i England samt Byggingenjör Chalmers Tekniska Högskola). Fredrik äger 45 000 B-aktier i Serneke Group.

Krister Johansson, född 1970. Affärsområdeschef och VD för Serneke Fastighets AB. Anställd sedan 2016. Tidigare VD för Fastighets AB Tornstaden, Byggnadschef Mölndalsbostäder mm. Hans utbildning är Gymnasieingenjör samt Byggherre Masterclass Diploma. Krister äger inte några aktier i Serneke Group.

Toni Hultberg, född 1963. Regionchef i Serneke Bygg, anställd sedan 2012. Tidigare projektchef Enaco samt ett stort antal befattningar inom Skanska-koncernen. Toni har en byggnadsteknisk högskoleutbildning i Uddevalla. Han äger 140 000 B-aktier i Serneke Group.

Patrik Lindström, född 1972. Affärsområdeschef och VD för Serneke Projektutveckling. Anställd sedan 2014. Han har tidigare jobbat femton år i Peab-koncernen, varav de sex sista åren i ledande befattningar. Han är civilingenjör från Väg och Vatten på KTH och äger 20 000 B-aktier samt 7 000 konvertibler i Serneke Group.

Risker

Det finns ett antal faktorer som kan utgöra eller utgör risker för Sernekes verksamhet.

Konjunkturkänslig svensk byggsektor

Byggbranschen i allmänhet och bostadsbyggande i synnerhet har upplevt några mycket goda år i Sverige sedan 2012. Osedvanligt stora prisuppgångar har ackumulerats sedan slutet av 1990-talet vilket gjort det möjligt att producera nya bostäder även i storstädernas förortslägen liksom i regionstäder med en mycket god lönsamhet inte minst för byggherrarna. En prisrekyl på bostäder skulle kunna sätta stopp för fortsatt tillväxt inom det svenska bostadsbyggandet. Även nybyggnation och renovering av kommersiella lokaler har historiskt varierat kraftigt beroende på konjunkturläget.

Personberoende bransch speciellt på ledningsnivå

Byggbranschen är en personalintensiv sektor, där företagens lönsamhet avgörs på lokal nivå ute på byggprojekten av de lokala platscheferna. Det sistnämnda liksom yrkesskickligt folk i allmänhet är en bristvara sedan några år tillbaka i Sverige. Att kunna attrahera och behålla arbetskraft i ett sådant marknads läge är mycket viktigt för bygg- och anläggningsföretag verksamma i Sverige.

Känslig anbudsprocess

De anbud som Serneke lämnar på nya jobb måste vara väl genomarbetade så att produktionskostnaderna är korrekt uppskattade. Serneke reducerar risken i lämnade anbud genom att avtala pris med underentreprenörer samt indexerar kund- och beställarkontrakten. I ett svagare konjunkturläge kan byggbolag frestas att lämna för låga anbud för att kunna avlöna nuvarande personalstyrka med nya jobb. Då riskerar rörelsemarginalen att påverkas negativt.

Beroende av fortsatt stark bostadsmarknad

Serneke har växt snabbt i en marknad som präglats av en uppåtgående efterfrågan på framförallt bostäder, något som varit motorn i den svenska fastighets- och byggsektorn sedan omkring 2012. Sernekes exponering mot bostadssektorn är högre än flertalet konkurrenters vad gäller entreprenadrörelsen. Därtill kommer värdet av bolagets byggrätter framförallt i Karlastaden (Lindholmen i Göteborg) som påverkas av stigande och/eller sjunkande bostadsprisnivåer. Detta är kopplat till konjunkturutvecklingen men också räntenivåer på privatpersoners bostadslån.

Politiska beslut kan påverka

Politiska beslut påverkar fastighets- och byggsektorn i stor utsträckning. Det gäller allt från stimulanser mot olika typer av byggande till en reglerad svensk bostadsmarknad som gett upphov till dagens bostadsbrist. Till det kommer att kommunerna styr planprocessen för byggande samt att tekniska och miljömässiga krav på nya byggnader är framtaget av offentliga myndigheter. Den offentliga sektorns investeringsnivå kan också påverka potentiellt mycket, både direkt och indirekt på byggföretagens marknad.

Investment Case

Värdering

Serneke Group är en koncern där vinsterna de senaste åren till en betydande del kommit från fastighetsaffärer (köp av byggbar mark och/eller industrifastigheter för vidare förädling). Så är visserligen fallet även för flertalet av konkurrenterna i olika utsträckning. Aktiemarknadens perception efter noteringen av Serneke-aktien i november 2016 har varit en låg lönsamhet inom företagets byggrelse i kombination med att aktiens värdering mer eller mindre står och faller med ett framgångsrikt genomförande av projekt Karlastaden i Göteborg. Efter en stark första halvårsrapport 2017-rapport i kombination med att detaljplanen godkänts för Karlastaden borde denna rabatt ha minskat något. Vårt intryck är samtidigt att en del att denna rabatt kvarstår.

Introduktionspriset för Serneke-aktien fastställdes till 110 kronor inför börsnoteringen den 24 november 2016. Även om erbjudandet övertecknades kraftigt föll kursen tillbaka och har sedan dess haft svårt att leta sig tillbaka över 110 kronors-nivån. Under andra kvartalet 2017 lyckades dock aktien till sist etablera sig över 110 kronors-nivån, hjälpt av ett positivt nyhetsflöde från bolaget.

Till höger visas våra resultatprognoser för 2017 och 2018 nedbruten på affärsområdesnivå.

Resultaträkning (utfall och prognos) för Serneke Group 2015-2018				
mnr	2015	2016	2017P	2018P
Bygg	2 466	3 229	4 735	5 588
Anläggning	389	455	646	742
Projektutveckling	540	373	263	276
Fastigheter	3	15	50	58
Koncerngemensamt	61	99	37	43
Eliminering	-352	-193	-287	-330
Totala intäkter	3 107	3 978	5 524	6 469
Rörelseresultat				
Bygg	48	86	164	220
Anläggning	-15	-36	2	20
Projektutveckling	166	334	173	196
Fastigheter	0	37	33	38
Koncerngemensamt	-71	-10	-3	-3
Eliminering	0	0	0	0
Summa	128	411	369	471
Finansnetto	-16	-17	-10	-7
Resultat efter finansnetto	112	394	359	464
Skatt	25	0	-47	-81
Resultat efter skatt	137	394	312	383

Som synes har vi lagt in resultat för Projektutveckling på 173 miljoner kronor 2017 och 196 miljoner kronor 2018 i våra prognoser, vilket alltså i stort sett är reavinster minus vissa centrala omkostnader. Huvudsakligen antas detta var hänförligt till försäljning av byggrätter i Karlastaden, Göteborg under andra halvåret 2017.

Vidare har vi gjort en diskonterad kassaflödesmodell för att uppskatta värdet på Serneke-aktien enligt nedan på 140 kronor. Den viktigaste parametern här (förutom tillväxtantagandet på 1,5 procent årligen bortom prognosperioden) blir att bedöma den långsiktiga lönsamhetsnivån för koncernen. Här har vi lagt oss på motsvarande omkring 7 procent rörelsemarginal i förhållande till omsättningen. Visserligen understiger detta bolagets långsiktiga egna målsättning om 8 procent rörelsemarginal på koncernnivå (mätt som det samlade resultatet för bygg- och fastighetsrörelsen). Men samtidigt är den fastighets- och byggsektor som Serneke verkar inom i Sverige starkt cyklisk till sin karaktär, vilket utvecklingen under tidigare decennier visat. I ett svagare konjunkturläge kommer byggbolagens rörelsemarginaler att pressas nedåt av mer konkurrensutsatta anbudsprocesser där bolagen behöver uppdrag för att kunna betala löner till sina anställda.

DCF-värdering (belopp i miljoner kronor om annat inte anges)					
mnr	2017p	2018p	2019p	2020p	Slutvärde
Omsättning	5 524	6 469	7 115	7 685	
Rörelseresultat	369	471	487	504	
Rörelsemarginal	6,7%	7,3%	6,8%	6,8%	
Skatt	-47	-81	-88	-101	
Investeringar och rörelsekapitalförändring minus avskrivningar	-50	-58	-63	-68	
Fria kassaflöden (FCF)	272	332	336	335	3 243
Kalkylränta 12%, Tillväxt 1,5%.					
Summa diskonterade kassaflöden	3 137				
Aktuell nettokassa	123				
Summa värde eget kapital	3 260				
Hänförligt till moderbolaget	3 260				
Antal aktier (miljoner)*	23,2				
Riktkurs (kronor)	140				

Vi har också velat illustrera känsligheten i det motiverade DCF-värdet för Serneke-aktien genom att anta ett försiktigt respektive optimistiskt intäkt- och resultatscenario för bolagets verksamhet. Som synes hamnar vi inom ett intervall från 111 kronor per aktie i det försiktiga scenariot till 169 kronor per aktie givet mer optimistiska antaganden.

DCF-värdering (belopp i miljoner kronor om annat inte anges)					
mnr	2017p	2018p	2019p	2020p	Slutvärde
<u>Försiktigt scenario</u>	2017p	2018p	2019p	2020p	Slutvärde
Omsättning	5 248	5 822	6 404	6 916	
Fria kassaflöden (FCF)	244	267	265	259	2 500
Summa diskonterade kassaflöden	2 468				
Summa värde eget kapital	2 591				
Riktkurs (kronor)	111				
<u>Optimistiskt scenario</u>	2017p	2018p	2019p	2020p	Slutvärde
Omsättning	5 800	7 115	7 827	8 453	
Fria kassaflöden (FCF)	300	397	407	412	3 986
Summa diskonterade kassaflöden	3 805				
Summa värde eget kapital	3 929				
Riktkurs (kronor)	169				

I en relativvärdering har vi tagit fram nyckeltalen för Sernekes tre största konkurrenter på den svenska byggmarknaden (Skanska, NCC och Peab) samt dessutom norska Veidekke (med en betydande bygg- och fastighetsverksamhet i Sverige) samt finländska YIT.

Värdering nordiska bolag					
Miljoner kronor (börsvärde)	Börsvärde	P/E	EV/EBITDA	EV/REV	P/BV
YIT Oyj	9 190	13,0	11,8	0,8	1,7
NCC AB	25 744	15,1	8,2	0,4	4,4
Peab AB	27 241	17,1	9,4	0,6	3,2
Skanska AB	79 318	15,8	9,0	0,4	2,8
Veidekke ASA	14 694	10,8	7,8	0,5	4,5
Genomsnitt jämförelsegrupp		14,4	9,2	0,5	3,3
Översatt till Sernekes aktiekurs		193	150	132	209
Genomsnitt aktiekurs jmf-grupp	171				

Som synes är värderingen av dessa bolag genomgående högre än Serneke Groups. Den enda kategorin där Serneke-aktien är värderad ungefär som sektorn i övrigt är i förhållande till intäkterna.

Jämför vi de noterade byggbolagens rörelsemarginaler Sverige (eller Norden vad gäller Peab och NCC) framkommer en stor spridning i utfall, där Skanska ligger högst och Veidekke svenska verksamhet lägst. Peab hade en stor nedskrivning av sitt projekt Mall of Scandinavia som drog ned rörelsemarginalen 2016 kraftigt. JM står i en klass för sig med sin bostadsutveckling, vilket ju egentligen inte är jämförbart med övriga byggbolag. Möjligen kan ett mönster anas där bolagen med högst tillväxt (Serneke och Veidekke) också har en lägre lönsamhet än de större och mer "mogna" bolagen.

Rörelsemarginal byggvärdelsen	
mnr	2016
Peab (Bygg, Anläggning och Industri) *	1,8%
Skanska Byggverksamhet Sverige	4,7%
NCC (Building+Infrastructure+Industry) **	2,2%
JM	15,3%
Veidekke (Entreprenad Sverige)	1,3%
Serneke Bygg	2,7%
Serneke Bygg och Anläggning	1,4%

* Norden varav ca 80 procent i Sverige.

** Norden varav ca 60 procent i Sverige.

Vår slutsats är för det första att Serneke bör kunna dubbla sina rörelsemarginaler mot 3 procentsnivån i byggvärdelsen. Det uppnås i princip bara genom en normaliserad lönsamhet för Anläggningsdivisionen och/eller att Serneke Bygg samtidigt höjer sina rörelsemarginaler ytterligare något (vilket första kvartalsrapporten 2017 indikerar). Den andra att målet om 5 procent uthållig rörelsemarginal som Serneke har är en mycket offensiv målsättning i förhållande till historiska data både från byggsektorn liksom Sernekes egna siffror. Å andra sidan är den satt av en person som tagit företaget från ingenting 2002 till ett av Sveriges tio största byggföretag idag.

Så sammanfattningsvis tycker vi att våra olika värderingsansatser stödjer vår tes att Serneke-aktien värderas med en ganska betydande rabatt mot sina sektorkolleger. Vi landar på en riktkurs på 140 kronor (138) och en Köp-rekommendation för aktien.

Större aktieägare

Som framgår är Ola Serneke via bolag fortfarande dominerade ägare i koncernen med egen röstmajoritet även efter den ägarspridning som genomfördes i samband med börsnoteringen av Serneke-aktien i november 2016. Bland de tio största ägarna finns idag några institutionella ägare liksom "långvägare" inom Serneke-koncernen längre ned på tio-i-topp-listan.

En ökad ägarspridning och fler institutionella ägare skulle automatiskt följa med ett högre börsvärde. Sannolikt vill dock grundaren fortsätta att ha ett avgörande inflytande över koncernens verksamhet, vilket talar mot större framtida nyemissioner i aktien.

Största aktieägarna i Serneke Group, 2017-06-30

	Kapital, %	Röster, %
Ola Serneke Invest AB	25,6	55,0
Lommen Holding AB	17,2	12,4
Christer Larsson i Trollhättan AB	3,8	6,0
Ledge Ing AB	3,4	5,3
Vision Group i väs AB	3,4	4,3
AB Stratio	0,7	2,1
Carnegie Fonder	5,9	1,9
Svolder	4,9	1,6
Cliens Fonder	3,9	1,3
AMF Aktiefond småbolag	1,7	0,6

Källor: Euroclear och Serneke.

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.

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