

Information

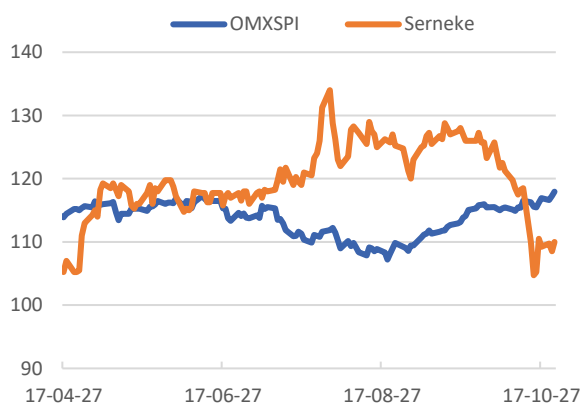
Bolagsnamn	SERNEKE Group AB
Bloomberg	SRNKEB SS Equity
Reuters	SRNKEB.ST
Free float	57 %
Aktiekurs, kronor	110
Marknadsvärde, MSEK	2 557
Hemsida	www.serneke.group

Analytiker, Jarl Securities

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

Aktiens utveckling

	1M	3M	6m
Serneke	- 13%	- 11%	5%
Serneke relativt OMXSPI	- 15%	- 16%	2%



Nyckeltal

MSEK	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Intäkter	3107	3978	5498	6442	7087
Rörelseresultat	128	411	335	488	505
Årets resultat	137	394	275	390	402
Resultat/aktie, kr	8,49	22,40	11,82	16,79	17,29
P/E-tal, ggr		4,7	9,3	6,6	6,4
Nettokassa	223	- 37	22	- 55	- 130
Eget kapital	453	1469	1793	2183	2585

Serneke

KÖP, 144 kronor

Fokus mot offentliga beställare

Serneke är en tillväxtorienterad Entreprenad- och Projektutvecklingskoncern som idag är ett av Sveriges största byggföretag. Vår DCF värdering ger en riktkurs om 144 kronor. Aktiens rabatt mot sektorn har minskat till 21 procent.

Serneke är en snabbväxande Entreprenad- och Projektutvecklingskoncern skapad av sin VD, huvudägare och grundare Ola Serneke. Bolaget har växt snabbt de senaste åren och etablerat sig som en av Sveriges tio största byggbolag.

Entreprenad (Bygg och Anläggning) utgör idag 96 procent av koncernens omsättning på rullande tolv månader. Bolaget bygger medvetet upp en orderbok med en stor andel offentliga beställare. Bolaget inriktar sig också allt mer mot större projekt, där idag mer än halva orderboken avser projekt över 300 miljoner kronor och där 88 procent är på minst 100 miljoner kronor. Denna strategi bör ge bättre lönsamhet, bland annat till följd av lägre konkurrens på de större jobben. Koncernens orderstock täcker drygt 150 procent av bolagets årsomsättning och sträcker sig ungefär två år fram i tiden.

Anläggningsdivisionen som står för drygt tio procent av omsättningen har nyligen vänt tidigare röda siffror till svarta och går nu i Byggs fotspår mot ökad tillväxt och lönsamhet.

Som en del av affärsmodellen har Serneke byggt upp en Projektutvecklingsverksamhet där fastigheter förvärfvas i tidig fas för exploatering längre fram. Här finns idag framförallt det välkända projektet Karlastaden med Karlatornet på Lindholmen i Göteborg (idag hälftenägt med NREP). Bolaget har också köpt in ett stort markområde med utvecklingsmöjligheter kring Säve Flygplats i norra Göteborg. I projektportföljen finns även byggrätter till nyproducerade bostäder ibland annat orter som Helsingborg, Trollhättan, Borås och Helsingborg.

Serneke-aktien värderas med rabatt mot övriga byggsektorn på börsen, men den har minskat från omkring 30 procent för tre månader sedan till 21 procent idag. Vi kommer fram till ett motiverat DCF-värde på 144 kronor i Serneke-aktien. Med dagens kurs ger det en potential på 31 procent upp till vår riktkurs, varför vi upprepar vår tidigare köprekommendation.

Ett expansivt bygg- och fastighetsbolag

Serneke Group bär grundaren Ola Sernekes namn. Han är bördig från Alingsås och har en bakgrund från olika ledande befattningar inom Peab under 1990-talet. Företaget Serneke startade 2002 med säte i Göteborg och har sedan dess växt snabbt och stadigt. Konceptet har varit att lära av tidigare erfarenheter och bli bättre än konkurrenterna (Peab, NCC och Skanska).

Sedan starten har Serneke haft en medveten strategi att växa och ta anbud, ibland till en ganska låg lönsamhet, för att nå marknaden för större projekt. Från år 2015 har prisbilden höjts och normaliserats. Det har underlättats genom att bolaget migrerat mot allt större projekt. Nu ligger halva orderstocken på projekt värda 300 miljoner till en miljard kronor. Här är konkurrensen mindre och marginalerna normalt sett bättre jämfört med mindre jobb.

Sernekes entreprenadrörelse består av två divisioner: Bygg samt Anläggning. Byggdivisionen omsätter 4,5 miljarder kronor med en för sektorn stark rörelsemarginal om 3,7 procent på rullande helår 1 oktober 2016 till 30 september 2017. Den betydligt mindre Anläggningsdivisionen har ökat sin omsättning till 577 miljoner kronor samma rullande helårsperiod 2016/17. Serneke Anläggning redovisade fortsatt röda siffror på senaste rullande helår, men levererade ett rörelseresultat om plus tre miljoner kronor under tredje kvartalet 2017.

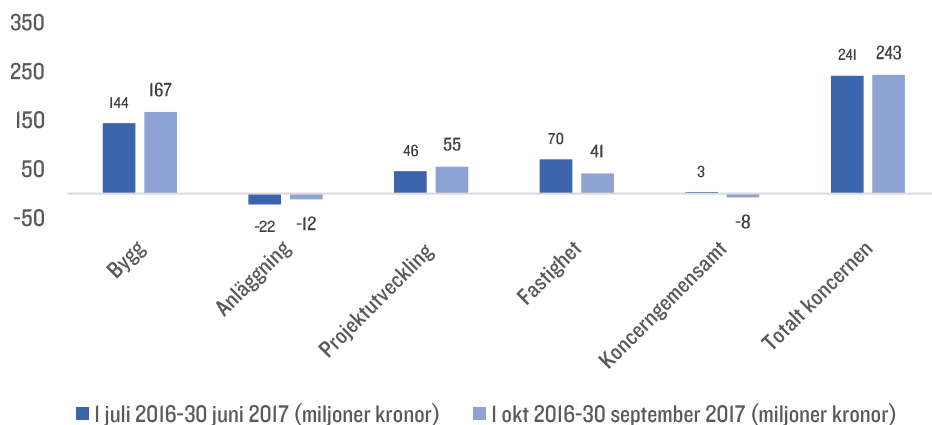
Serneke har etablerat sig i de tre storstadsområdena (Region Öst- Stockholm, Region Väst med säte i Göteborg samt Region Syd i Malmö). Bolaget har en stark närvaro i region Väst med sju lokalkontor (utöver Göteborg) från Strömstad i norr till Halmstad i söder). I Region Syd har kontor i Malmö och Helsingborg.

Bolagets närvaro i Stockholmsregionen startade med förvärvet av Värmdö Bygg år 2014. Detta steg var naturligt i och med att Stockholmsregionen 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), i så fall med en viss koppling mellan dessa och Stockholmsregionen.

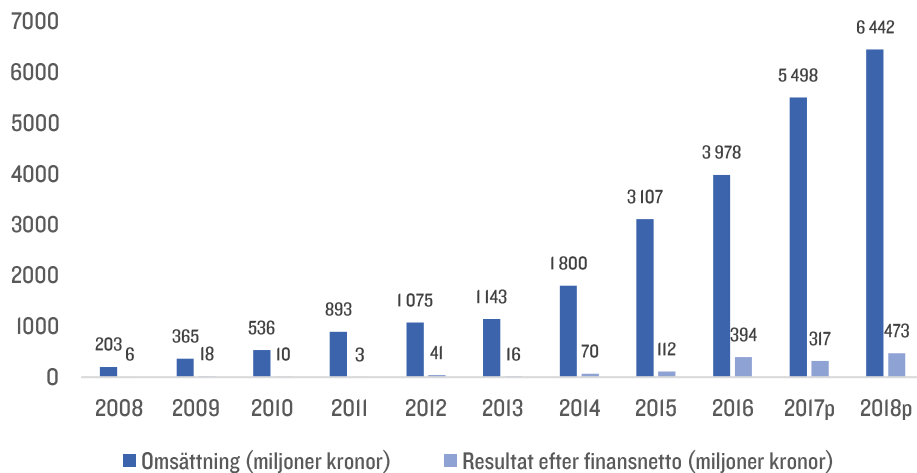
Nedan visas rörelseresultat (EBIT) för samtliga affärsområden samt på koncernnivå de senaste tolv månader (redovisat dels som det såg ut efter kvartal 2/2017-rapporten och nu de senaste redovisade siffrorna per 30 september 2017). Vi räknar med reavinster avseende bygggrätter i Karlstaden, Göteborg under fjärde kvartalet 2017.

Bättre resultat för Serneke Bygg



Tillväxten och lönsamhetsutvecklingen i koncernens byggerörelse sedan 2008 illustreras i nedanstående diagram.

Snabbväxande byggerörelse, vinsten tar fart nu

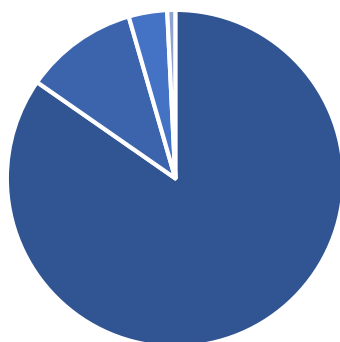


Källa: Företagets finansiella rapporter.

Fördelningen av Sernekes intäkter per affärsområde (senaste rullande helår) framgår av nedanstående cirkeldiagram där Serneke Bygg stod för 85 procent och Anläggning för knappt 11 procent av intäkterna, fastighets- och projektrörelsen utgjorde resten. Medan fastighetsrörelsen innehåller ett fåtal förvaltningsobjekt kommer projektutvecklingens intäkter först när fastighetsförsäljningar (transaktioner) genomförs.

Serneke, Intäkter per affärsområde kv 4 2016-kv 3 2017

■ Bygg ■ Anläggning ■ Projektutveckling ■ Fastigheter



Serneke Groups intäkter per affärsområde kv 4 2016 till kv 3 2017. Källa: Bolagets niomånadersrapport 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 än större projekt med ökad ordervisibilitet och lönsamhetspotential. 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 års duration motsvarar en fakturering på 7,8 miljarder kronor, vilket motsvarade 153 procent

av de senaste tolv månadernas intäkter. Halva orderboken avser projekt på minst 300 miljoner kronor idag och där 88 procent avser projekt om minst 100 miljoner kronor. Serneke bygger primärt hyresrätter inom bostadssegmentet samt samhällsfastigheter. En väsentlig del av beställningarna inom bostadssegmentet kommer från allmännyttiga bostadsbolag.

Lönsamheten i bygg- och anläggningsrörelsen

Med den beskrivna målsättningen skall Serneke växa till 10 miljarder kronor i omsättning senast år 2020.

Fram till 2016 har Serneke vuxit med storleksordningen 50 procent årligen på den svenska marknaden och tagit marknadsandelar delvis på ett lägre pris. Idag är inte så längre fallet, utan bolaget har ett normalt prisläge och offererar i allt högre omfattning mot större entreprenaduppdrag.

Affärsområde Bygg ska nå upp till fem procent marginal senast år 2020. Serneke Bygg har sedan tidigare en god kostnadskontroll, så potentialen ryms i bättre priser från beställarna. Därtill har Serneke lägre overheadkostnader jämfört med sina större konkurrenter (Skanska, NCC och Peab). Förskjutningen i ordermixen mot större och mindre konkurrensutsatta uppdrag ökar också chanserna att nå lönsamhetsmålet.

Serneke brukar lägga ut huvuddelen av den totala entreprenadstocken på underentreprenörer. Företaget vill dock ha egna tjänstemän och lokala arbetsledare ute på plats för att sätta en standard vad gäller kvalitet, säkerhet och hållbarhet.

Serneke vill jobba mot betalningssäkra beställare på byggsidan. Andelen LOU-kontrakt (Lagen 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. Bland bostadsutvecklarna är Sernekes största kund Magnolia, som dock bygger hyresrätter som sedan säljs till t.ex. Alecta.

Affärsområde Anläggning tvingades göra fyra projektnedskrivningar under 2016 vilket totalt kostade bolaget 32 miljoner kronor. Sedan dess har ledningen vidtagit åtgärder och förbättrat bland annat anbudprocessen. Det syntes i tredje kvartalsrapporten 2017 där Anläggning nådde svarta siffror och förefaller nu vara på väg åt rätt håll lönsamhetsmässigt. Strategin är samma som för Serneke Bygg att växa sig in i marknaden för allt större projekt samt att göra det med projektkontroll och primärt organisk tillväxt. Den totala anläggningsmarknaden i Sverige väntas 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 659 miljoner kronor och marknadsvärderad till drygt 1,7 miljarder kronor per 30 september 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 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) med 2 000 bostäder och 70 000 kvadratmeter kommersiell yta. Annorlunda uttryckt är det cirka 175 000 kvadratmeter övriga byggrätter och mellan 70 och 75 tusen



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

kvadratmeter byggrätt för den blivande skyskrapan Karlatornet, som är ett planerat torn med 240 våningar med huvudsakligen bostadslägenheter. Bolaget har aviserat att ett hyreskontrakt ska tecknas med operatören Choice i Karlatornet. Uthyrning av denna hotelldel bedöms ge 40 miljoner kronor i årliga hyresintäkter. Inräknat värdet av fastställd detaljplan bör den orealiserade värdeökningen överstiga 500 miljoner kronor enligt vår bedömning. Serneke kommer att anlita internationella expertis för grundläggning, stomme och fasad på Karlatornet. 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 när detaljplanen träder i laga kraft. Bolaget har även nyligen förvärvat en grannfastighet till blivande Karlatornet med syfte att ytterligare utveckla området framöver.

Efter att detaljplanen 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. Reavinster på motsvarande nivå lär alltså kunna tas fram ytterligare ett par år (2018 och 2019) av Serneke innan "förrådet" måste börja fyllas på igen.

Hittills har Serneke lyckats att förvärva sina blivande projekt till låga ingångsvärden. Det tillsammans med låg eller ingen belåning gör att bolaget kan invänta rätt tidpunkt att sätta igång i de olika projekten.

Ett bra exempel på bolagets avyttringsstrategi är Mälardalens Högskola i Eskilstuna där som mest ett 20-årigt hyresavtal såldes till Hemsö under första kvartalet 2017. En reavinst på 47 miljoner kronor för detta projekt redovisades för andra kvartalet 2017. 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 affärsområde Projektutveckling är nyproduktion av bostäder på egen mark, vilket Serneke har ganska gott om främst i Göteborg, men även i exempelvis Borås, Helsingborg, Landskrona och Trelleborg.

Vi ser det som en styrka att Serneke har en produktionsapparat vid sidan av projektutvecklingen. Det gör att bolaget kan sätta rätt pris på byggentreprenaderna från början.

Fastighetsdivisionen inom Serneke köpte i februari 2016 200 hektar mark vid Säve Flygplats på norra Hisingen i Göteborg. Detta har senare genom tilläggsförvärv utökats till 300 hektar mark. 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. Intresse finns exempelvis från logistikföretag att hyra lokaler i området, så bolaget lär kunna öka det löpande driftnettot i den löpande förvaltningen framöver.

I aktiemarknaden är det uppenbart att Serneke bestraffas med en lägre värdering jämfört med konkurrenterna då aktien rabatteras för en 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. 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. Den andra stora invändningen från investerare är Karlstaden 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. Risker att fastighetsmarknaden i Göteborg kollapsar helt bedömer vi som osannolik i dagsläget. Noterbart är att prisnivån sattes för ett år sedan (2016) tillsammans med den andra delägaren och inte i år.

Marknad och konkurrenssituation

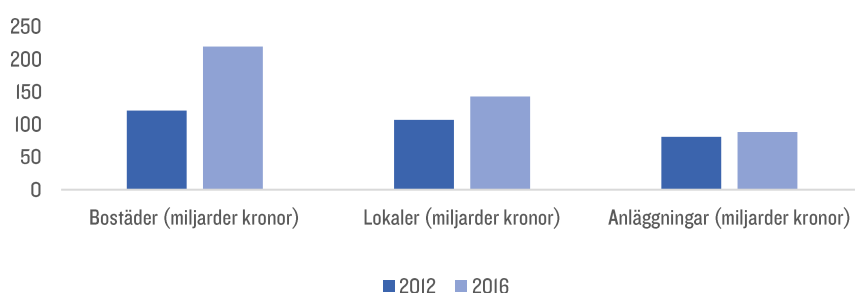
Den svenska byggmarknaden är speciell på många sätt. Det byggdes mycket i Sverige under större delen av efterkrigstiden och inte minst åren efter 1968 både med miljonprogrammet på bostadssidan men även offentliga byggnader som sjukhus, liksom idrottshallar under 1970-talet. Detta har betydelse eftersom 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 jobb under kommande år.

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 spåddes av den omfattande invandringen till Sverige som skedde under perioden 2005–2015. Detta gjorde bostadsbristen spridd till nästan hela landet bortsett från Norrlands inland (255 av totalt 290 kommuner).

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 till sist också skapat en brist på moderna kontorslokaler och speciellt centralt i Stockholm och Göteborg, med påföljd av kontorshyrorna stigit kraftigt. Nu väntar sannolikt en våg av nya kontorsbyggen speciellt i centrala Stockholm under de närmaste åren, med finansiellt starka fastighetsägare som beställare.

Totalt sett investerades det 451 miljarder kronor i svenska bostäder, lokaler och anläggningar 2016. Det motsvarar drygt 10 procent av Sveriges BNP 2016 som uppgick till 4379 miljarder kronor enligt www.ekonomifakta.se. Historiskt är det en medelhög siffra där andelen bostadsinvesteringar av Sveriges totala 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 kompensrats med yrkeskunnigt folk från Polen och Baltikum.

Sveriges Byggindustrier reviderade nyligen ned sina prognoser vad gäller nyproduktion av bostäder från tidigare en utplaning 2018 (våren 2017) till nu hösten 2017 en volymminskning med cirka 13 procent 2018. Samtidigt väntas infrastruktur-investeringarna ta fart. Här finns välkända projekt som Förbifart Stockholm, Västlänken i Göteborg, Tunnelbanans kommande utbyggnad i Stockholm och Ostlänken (järnvägsförbindelse med dubbelspår mellan Järna och Linköping).

Serneke har ett incitament att stärka upp sig på anläggningssidan för att ta del av denna utveckling. Dagens infrastrukturjobb som Serneke tar är främst 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 produktionstakt jämfört med idag utgår beräkning från att den historiskt höga befolknings-ökningstakten i Sverige fortsätter. En annan osäker faktor är kundernas betalningsförmåga inom volymsegmentet. Statliga bostadssubventioner blir som vi ser nödvändiga om 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) som sedan slogs 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 anläggningsföretag 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 byggentreprenadföretag (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.

De tre största byggbolagen (Peab, NCC och Skanska) växte inte nämnvärt 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 Anläggningssidan från utländska aktörer i Sverige. 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.

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. Vi tror att Serneke kommer att behöva göra några förvärv för att nå målet. Ett scenario med en viss utslagning av de finansiellt svagaste aktörerna inom bostadsutvecklingssektorn 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 651 miljoner kronor per 30 september 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 cirka 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, bland annat Executive VP Sales på Ericsson i USA. Kent Sander är även styrelseordförande för Tobii, 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 330 000 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.

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. Nu förefaller den svenska byggmarknaden vara på väg in i ett skifte mot ett minskat bostadsbyggande, samtidigt som produktion av moderna kontor, logistik- och Samhällsfastigheter kommer att öka.

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. Att kunna attrahera och behålla arbetskraft i ett sådant marknadsläge 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 stigande efterfrågan på framförallt bostäder, något som varit motorn i den svenska fastighets- och byggsektorn sedan omkring 2012. Därtill kommer värdet av bolagets bygggrätter framförallt i Karlstad (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). Aktiemarknadens perception efter noteringen av Serneke-aktien i november 2016 har varit en låg lönsamhet inom företagets byggrörelse i kombination med att aktiens värdering mer eller mindre står och faller med ett framgångsrikt genomförande av projekt Karlastaden i Göteborg. Efter en stark rapport för perioden januari-september 2017 i kombination med att detaljplanen är godkänd för Karlastaden borde denna rabatt ha minskat framöver.

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 endast tidvis letat sig tillbaka över 110 kronors-nivån. Under andra och tredje kvartalet 2017 steg Serneke-aktien kraftigt på ett positivt nyhetsflöde (bra resultat jämte godkänd detaljplan för Karlastaden). Under den allra senaste tiden har aktien åter fallit tillbaka kraftigt i spåren av tecknen på en vikande efterfrågan på nyproducerade brf-lägenheter främst i högpris-segmentet i Stockholm. Här tycker vi dock att aktiemarknadens koppling är alltför generell över hela fastighets- och byggsektorn.

Till höger i nedanstående tabell redovisas våra resultatprognoser för 2017 och 2018 nedbrutna på affärsområdesnivå.

Resultaträkning (utfall och prognos) för Serneke Group 2015-2018P				
mnr	2015	2016	2017P	2018P
Bygg	2 466	3 229	4 824	5 692
Anläggning	389	455	572	658
Projektutveckling	540	373	249	261
Fastigheter	3	15	48	55
Koncerngemensamt	61	99	104	120
Eliminering	-352	-193	-299	-343
Totala intäkter	3 107	3 978	5 498	6 442
Rörelseresultat				
Bygg	48	86	182	235
Anläggning	-15	-36	3	20
Projektutveckling	166	334	105	181
Fastigheter	0	37	44	51
Koncerngemensamt	-71	-10	1	1
Eliminering	0	0	0	0
Summa	128	411	335	488
Finansnetto	-16	-17	-18	-15
Resultat efter finansnetto	112	394	317	473
Skatt	25	0	-42	-83
Resultat efter skatt	137	394	275	390

Som synes har vi lagt in resultat för Projektutveckling på 105 miljoner kronor 2017 och 181 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 fjärde kvartalet 2017.

Vi har även gjort en diskonterad kassaflödesmodell för att uppskatta värdet på Serneke-aktien enligt nedan på 144 kronor. Den viktigaste parametern här (förutom tillväxtantagandet om 1,75 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. I ett svagare konjunkturläge kommer byggbolagens rörelsemarginaler att pressas nedåt av mer konkurrensutsatta anbudsprocesser där bolagen behöver uppdrag för att kunna avlöna sin personal.

DCF-värdering (belopp i miljoner kronor om annat inte anges)					
mnr	2017p	2018p	2019p	2020p	Slutvärde
Omsättning	5 498	6 442	7 067	7 654	
Rörelseresultat	335	488	505	522	
Rörelsemarginal	6,1%	7,6%	7,1%	6,8%	
Skatt	-42	-83	-91	-104	
Investeringar och rörelsekapitalförändring minus avskrivningar	-50	-58	-63	-66	
Fria kassaflöden (FCF)	243	348	351	351	3 408
Kalkylränta 12%, Tillväxt 1,5%.					
Summa diskonterade kassaflöden	3 300				
Aktuell nettokassa	55				
Summa värde eget kapital	3 355				
Hänförligt till moderbolaget	3 355				
Antal aktier (miljoner)*	23,2				
Riktkurs (kronor)	144				

Vi har också velat illustrera känsligheten i det motiverade DCF-värdet för Serneke-aktien genom att anta ett försiktigt respektive optimistiskt intäkts- och resultatscenario för bolagets verksamhet. Som synes hamnar vi inom ett intervall från 115 kronor per aktie i det försiktiga scenariot till 174 kronor per aktie givet mer optimistiska antaganden.

DCF-värdering (belopp i miljoner kronor om annat inte anges)					
mnr	2017p	2018p	2019p	2020p	Slutvärde
Försiktigt scenario					
Omsättning	5 223	5 798	6 378	6 888	
Fria kassaflöden (FCF)	215	283	280	275	2 728
Summa diskonterade kassaflöden	2 621				
Summa värde eget kapital	2 676				
Riktkurs (kronor)	115				
Optimistiskt scenario					
Omsättning	5 773	7 087	7 795	8 419	
Fria kassaflöden (FCF)	270	412	422	428	4 248
Summa diskonterade kassaflöden	3 979				
Summa värde eget kapital	4 034				
Riktkurs (kronor)	174				

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					
mnr	Börsvärde	P/E	EV/EBITDA	EV/REV	P/BV
YIT Oyj	8 099	10,8	8,6	0,6	1,5
NCC AB	19 647	13,6	7,4	0,3	3,7
Peab AB	21 326	13,1	8,0	0,5	2,6
Skanska AB	73 715	15,6	10,0	0,5	3,0
Veidekke ASA	12 574	9,1	6,5	0,4	4,1
Genomsnitt jämförelsegrupp		12,4	8,1	0,5	3,0
Översatt till Sernekes aktiekurs		147	116	107	188
Genomsnitt aktiekurs jmf-grupp	139				

Serneke-aktien handlas för närvarande till 24 procent rabatt jämfört med vårt DCF-värde. Sektor-rabatten har minskat från 30 procent för tre månader sedan till 21 procent idag.

Den svenska byggsektorn har värderats ned på Stockholmsbörsen och mest påtagligt under den senaste månaden (oktober 2017). Anledningen är att oron för att ett antal bostadsutvecklare (t.ex. Oscar Properties) nu stoppar sina nya brf-projekt i Stockholm samt att det kommer att ge mindre jobb till byggbolagen framöver.

Jämför vi de noterade byggbolagens rörelsemarginaler Sverige (eller Norden vad gäller Peab och NCC) under 2016 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 rörelse-marginalen 2016 kraftigt. JM står i en klass för sig med sin bostadsutveckling, vilket ju egentligen inte är jämförbart med övriga byggbolag. Ett mönster kan anas där bolagen med högst tillväxt (Serneke och Veidekke) också hade en lägre lönsamhet än de större och mer "mogna" bolagen under 2016.

Trenden hittills under 2017 har varit måttliga ytterligare marginalförbättringar. Peab höjde sin operativa rörelsemarginal på koncernnivå från 3,8 procent första halvåret 2016 till 4,0 procent första halvåret 2017 (hänförligt till industridelen). NCC nådde bättre lönsamhet inom Byggdelen under januari-september 2017, men resultatet drogs ned av försämringar inom Infrastruktur och Industridivisionerna. Skanska redovisar en något högre rörelsemarginal inom Bygg Sverige (4,5 jämfört med 4,2 procent för de nio första månaderna 2017 relativt samma period 2016).

Rörelsemarginal byggrorelsen	
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.

Det finns fortfarande en potential att höja rörelsemarginalen för Serneke-koncernens byggrorelse. Speciellt gäller det Serneke Anläggning som åtminstone borde kunna nå ett rörelseresultat om 20 miljoner kronor per år givet nuvarande omsättning. Koncernens målsättning om fem procent uthållig rörelsemarginal är offensivt i förhållande till historiska data. Å andra sidan är den satt av en person som tagit företaget från ingenting 2002 till ett av Sveriges största byggföretag idag.

Sammanfattningsvis tycker vi att våra olika värderingsansatser stödjer vår tes att Serneke-aktien värderas med en ganska betydande rabatt mot sina sektorkollegor. Vi landar på en riktkurs på 144 kronor och en köprekommendation för aktien, givet en 31 procentig kurspotential upp till denna nivå.

Större aktieägare

Som framgår är Ola Serneke via bolag 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.

Även om beloppet är blygsamt i förhållandet till huvudägarens totala innehav är det positivt att notera insiderköp från Ola Sernekes sida för knappt 8 miljoner kronor hittills under 2017.

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, 2017-09-30

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