



EQResearch

SERNEKE Group AB

SERNEKE Group AB

KÖP: 89 KRONOR

SENAST: 61 KRONOR

Reavinst och hyfsad ordergång

En reavinst på cirka 275 miljoner kronor från Säve-fastigheterna lyfter Sernekes resultatet i Q4 2018. Fokus blir på Byggrörelsens resultat i Q4, där EBIT under Q3 belastades av reserveringar på 70 miljoner kronor. Vi väntar vi oss en ordergång om 1,3 miljarder kronor i Q4 2018 (tidigare prognos 1,8 miljarder kronor).

Genom försäljningen av fastigheter vid Säve Flygplatsområde till Castellum den 28 december 2018 realiserade Serneke-koncernen ett rörelseresultat om cirka 275 miljoner kronor. Som en följd av nedskrivningen på 70 miljoner kronor i Q3 2018 kopplat till byggrörelsen och dess underleverantörer, innebär det att affärsområde Fastighet kommer att stå för lejonparten av Serneke-koncernens vinst helåret 2018.

För att få en ytterligare uppvärdering av Serneke-aktien från en tidigare låg nivå tror vi att en högre lönsamhet inom Entreprenadrörelsen är nödvändig. För Bygg- och Anläggningsdivisionen prognosticerar vi ett rörelseresultat om 35 respektive 7 miljoner kronor för fjärde kvartalet 2018. Det motsvarar i så fall 2,5 procent rörelsemarginal vilket är en låg siffra i förhållande till bolagets långsiktiga målsättning.

Serneke har annonserat större order hänförliga till fjärde kvartalet 2018 om cirka 790 miljoner kronor. Givet att cirka 60 procent av ordergången brukar vara annonserad via pressmeddelanden (större order) indikerar det omkring 1,3 miljarder kronor i total ordergång för entreprenadrörelsen under Q4 2018, där vårt tidigare estimat var 1,8 miljarder kronor. I övrigt behåller vi våra tidigare intäkt- och resultatprognoser från vår senaste analysuppdatering den 5 november 2018.

Sernekes bokslutsrapport publiceras den 6 februari 2019.

Marknadsvärde: 1 418 MSEK

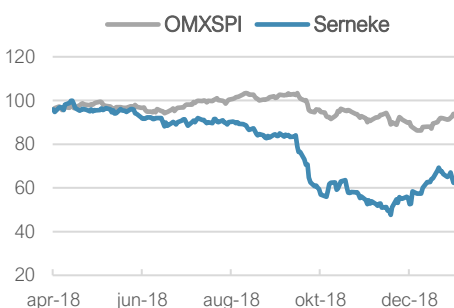
Marknad: Nasdaq Mid Cap

Boomborg: SERNKb:SS

Reuters: SERNKb.ST

Hemsida: www.serneke.se

Analytiker: Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst
Jarl Securities



INVESTMENT CASE OCH RISKER

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. Entreprenadrörelsen består av en Byggdivision som omsätter drygt 5 miljarder kronor samt en Anläggningsdivision med omkring 800 miljoner kronor i årliga intäkter. Koncernen förvärvar även mark och fastigheter för projektutveckling men även förvaltning. Ledningens målsättning är att växa för att nå en omsättning på 10 miljarder kronor.

Serneke-aktien värderas med en betydande rabatt relativt sina börskollegor. Vi anser att detta är omotiverat med tanke på bolagets starka historiska tillväxt. Projektet Karlastaden i Göteborg innebär både en betydande möjlighet och risk. Vid sidan av entreprenadrörelsens lönsamhet kommer det att bli utslagsgivande för kursutvecklingen framöver bedömer vi.

Förändringar Estimat

MSEK	2018P	2019P
Ordergång	-9%	0%
Nettoförsäljning	0%	0%
EBIT	160%	0%
PTP	208%	0%
EPS	244%	0%

Utfall och prognoser, kvartal

MSEK	Q1, 18	Q2, 18	Q3, 18	Q4P, 18	Q1P, 19	Q2P, 19	Q3P, 19	Q4P, 19
Nettoförsäljning	1 485	1 681	1 359	1 759	1 595	1 791	1 480	1 890
EBIT	52	74	-40	317	47	56	46	89
PTP	49	58	-50	310	40	50	39	82
Nettovinst	39	48	-55	251	32	40	32	66
Vinst per aktie, kr	1,7	2,1	-2,4	10,8	1,4	1,7	1,4	2,8

Prognoser och utsikter

Faktureringsstillväxten för Serneke Group låg på en hög nivå (+17 procent) under de nio första månaderna 2018. Ökningen var dock endast 7 procent under tredje kvartalet 2018. Orderingsgången relativt omsättningen minskade till 118 procent per 30 september 2018.

Bolaget har annonserat order för omkring 790 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2018, där uppförande av ett hotell i Sundsvall åt Diös utgör den största enskilda beställningen värd cirka 350 miljoner kronor. Baserat på historiska samband mellan annonserade (endast större projekt) och faktiskt rapporterad orderingsgång uppskattar vi att den totala orderingsgången under fjärde kvartalet 2018 var omkring 1,3 miljarder kronor. Därtill kan läggas bolagets samverkansavtal med ett antal kommuner, högskolor, genomförandet av projekt Karlastaden i Göteborg (entreprenadvärde cirka 10 miljarder kronor) samt under fjärde kvartalet 2018 ett ramavtal med Specialfastigheter med potentiella framtida ombyggnads-entreprenader i storleksordningen 4 miljarder kronor läggas. Inget av de sistnämnda ingår i Serneke-koncernens rapporterade orderingsgång.

Vår koncernmässiga omsättningsprognos om 1759 miljoner kronor för fjärde kvartalet 2018 fördelar sig på 1450 miljoner kronor för Serneke Bygg, 230 miljoner kronor för Serneke Anläggning samt netto 79 miljoner kronor för övriga affärsområden (Projektutveckling och Fastigheter samt koncerngemensamt och eliminering).

Företaget har annonserat en reavinst om cirka 275 miljoner kronor vid försäljningen av fastigheterna vid Säve flygplats i Göteborg till Castellum. Därtill kommer eventuella effekter av förvärvet av resterande 50 procent i Karlastaden Holding från NREP också det i slutet av december 2018. Priset 600 miljoner kronor för 50 procent i samriskbolaget är lägre än NREP.s ingångsvärde för byggrätterna år 2016 på cirka 750 miljoner kronor. Det är möjligt att Serneke kommer att redovisa orealiserade värdeökningar på Karlastaden i bokslutet 2018 (till följd av det förmånliga förvärvet), även om priset på byggrätterna bedöms ha minskat jämfört med 2016. Vi har dock inte kunnat få detta vidimerat varför vi inte lagt in något sådant antagande.

Kvartals- och årsvisa prognoser

Nedan följer prognoser med nyckeltal för Serneke-koncernen. Vi räknar med en intäktsökning under 2 procent under fjärde kvartalet 2018, motsvarande en tillväxt på 12 procent för helåret 2018.

Nyttigtal										
MSEK	Q1.18	Q2.18	Q3.18	Q4P.18	Q1P.19	Q2P.19	Q3P.19	Q4P.19	2018P	2019P
Orderingsgång	1 128	1 328	1 236	1 300	1 500	2 000	1 600	2 200	4 992	7 300
Nettoförsäljning	1 485	1 681	1 359	1 759	1 595	1 791	1 480	1 890	6 284	6 756
Tillväxt, %	30%	15%	7%	2%	7%	7%	9%	7%	12%	8%
Tillväxt, lokal valuta %	18%	18%	-187%	-720%	-87%	24%	-20%	109%	25%	25%
Valuta effekt, %	22%	22%	-215%	-556%	-87%	24%	-20%	109%	25%	25%
Bruttovinst	88	67	-9							
Bruttomarginal, %	6%	4%	-1%							
Försälj och admin kostn	-31	-33	-26							
Värdeförändr.fast.	0	43	-2							
Res.andel och JV	-5	-3	-3							
Andel försäljning, %	-0,4%	-0,2%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	52	74	-40	317	47	56	46	89	403	238
marginal, %	3,5%	4,4%	-2,9%	18,0%	2,9%	3,1%	3,1%	4,7%	6,4%	3,5%
PTP	49	58	-50	310	40	50	39	82	367	211
marginal, %	3,3%	3,4%	-3,7%	17,6%	2,5%	2,8%	2,7%	4,4%	5,8%	3,1%
Nettoresultat	39	48	-55	251	32	40	32	66	283	169
Vinst per aktie	1,7	2,1	-2,4	10,8	1,4	1,7	1,4	2,8	12,2	7,3

Nedan följer prognoser resultaträkning samt kassaflöde. Avrundningseffekter kan förekomma, då talen består av decimaler som inte visas.

Resultaträkning										
MSEK	Q1, 18	Q2, 18	Q3, 18	Q4P, 18	Q1P, 19	Q2P, 19	Q3P, 19	Q4P, 19	2018P	2019P
Nettoförsäljning	1 485	1 681	1 359	1 759	1 595	1 791	1 480	1 890	6 284	6 756
Tillväxt, %	30%	15%	7%	2%	7%	7%	9%	7%	12%	8%
Bruttovinst	88	67								
Bruttomarginal, %	6%	4%								
EBIT	52	74	-40	317	47	56	46	89	403	238
EBIT-marginal, %	4%	4%	-3%	18%	3%	3%	3%	5%	6%	4%
EBIT, justerat	52	74	-40	317	47	56	46	89	403	238
Justerad EBIT-marginal, %	4%	4%	-3%	18%	3%	3%	3%	5%	6%	4%
Finansnetto	-3	-16	-10	-7	-7	-7	-7	-6	-36	-27
PTP	49	58	-50	310	40	50	39	82	367	211
Skatt	-10	-10	-5	-59	-8	-10	-8	-16	-84	-42
Vinst, rörelse	39	48	-55	251	32	40	32	66	283	169
Vinst, extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vinst per aktie, kronor	1,7	2,1	-2,4	10,8	1,4	1,7	1,4	2,8	12,2	7,3
Justerad vinst per aktie, kronor	1,7	2,1	-2,4	10,8	1,4	1,7	1,4	2,8	12,2	7,3

Kassaflöde										
MSEK	Q1, 18	Q2, 18	Q3, 18	Q4P, 18	Q1P, 19	Q2P, 19	Q3P, 19	Q4P, 19	2018P	2019P
EBIT	52	74	-40	317	47	56	46	89	403	238
Föränd.rörkap.	173	-35	103	161	7	-39	36	28	402	32
Justeringar	-16	-238	12	-21	-17	28	-18	-24	-263	-31
Kassaflöde, löpande verksamhet	209	-199	75	457	36	45	65	92	542	239
Finansnetto	-3	-16	-10	-7	-7	-7	-7	-6	-36	-27
Skatt (kassaflödeseffekt)	-3	-16	-5	-59	-8	-10	-8	-16	-83	-42
Kassaflöde löpande verksamhet, netto	203	-231	60	391	22	29	50	70	423	170
Investeringar	-11	60	-18	312	-5	-5	-5	-5	343	-20
Förvärv förvaltningsfast.	0	-27	-16	-807	-29	-29	-29	-29	-850	-118
Förvärv rörelse	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	192	-198	26	-104	-13	-6	16	35	-83	32
Utdelningar	0	-93	0	0	0	-46	0	0	-93	-46
Emission/återköp av aktier	0	-45	0	0	0	0	0	0	-45	0
Förändrade lån	-2	363	-50	241	16	16	16	16	241	16
Förändr.kassa	190	27	-24	138	3	-36	32	51	20	82

Balansräkning										
MSEK	Q1, 18	Q2, 18	Q3, 18	Q4P, 18	Q1P, 19	Q2P, 19	Q3P, 19	Q4P, 19	2018P	2019P
Immateriella AT	23	23	23	30	30	31	31	32	30	32
Förvaltningsfast.	905	1 016	1 032	1 839	1 868	1 897	1 927	1 956	1 839	1 956
Övriga Materiella AT	97	100	101	112	114	116	118	120	112	120
Andelar i intr.företag & JV	477	481	498	167	170	173	175	178	167	178
Uppskjuten skattefordran	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LF räntebärande fordringar	10	36	40	40	41	41	42	43	40	43
Övriga LF fordringar	213	288	304	310	315	320	325	330	310	330
Anläggningstillgångar	1 725	1 944	1 998	2 498	2 538	2 578	2 618	2 658	2 498	2 658
Proj./expl.fast	300	305	313	316	326	331	341	354	316	354
Varulager	1	1	3	3	3	3	3	3	3	3
Kundfordringar	787	965	924	906	933	961	979	1 014	906	1 014
Upparb.int	388	394	401	403	415	452	458	451	403	451
Övr.KF fordr.	526	571	553	558	575	617	620	624	558	624
Kassa och bank	625	562	531	690	711	647	697	772	690	772
Omsättningstillgångar	2 627	2 798	2 725	2 876	2 963	3 011	3 098	3 219	2 876	3 219
Tillgångar	4 352	4 742	4 723	5 374	5 501	5 589	5 716	5 877	5 374	5 877
Eget Kapital	1 860	1 770	1 721	1 972	2 004	1 997	2 029	2 095	1 972	2 095
LF Räntebärande skulder	643	1 024	972	1 212	1 227	1 241	1 256	1 271	1 212	1 271
Övriga LF skulder	153	153	145	181	183	185	187	189	181	189
Uppskjuten skatteskuld	39	49	46	57	58	59	60	60	57	60
Övriga avsättningar	137	161	154	192	194	197	199	201	192	201
LF skulder	972	1 387	1 317	1 642	1 662	1 682	1 702	1 722	1 642	1 722
KF Räntebärande skulder	50	32	34	35	37	38	40	41	35	41
Skatteskulder	4	4	5	5	6	6	6	6	5	6
Leverantörsskulder	776	751	799	834	870	905	941	976	834	976
Förutbet.intäkter	317	391	415	433	451	470	488	507	433	507
Övriga KF Skulder	373	407	433	452	472	491	510	529	452	529
KF Skulder	1 520	1 585	1 685	1 760	1 835	1 910	1 985	2 060	1 760	2 060
EK och Skulder	4 352	4 742	4 723	5 374	5 501	5 589	5 716	5 877	5 374	5 877

Nyckeltal							
MSEK	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Per aktie							
EPS	1,9	4,7	8,5	22,4	13,9	12,2	7,3
CF per aktie	1,8	3,8	2,2	2,6	7,3	0,9	5,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	2,0	3,0
BVPS	13,8	19,5	28,1	63,2	78,4	84,8	90,1
Värdering							
P/E				4,7	6,4	5,2	8,4
P/E, justerat				4,7	6,4	5,2	8,4
P/BV				1,7	1,1	0,7	0,7
EV/Sales				0,6	0,4	0,3	0,3
EV/EBIT				5,8	5,6	5,0	8,2
Direktavkastning, %				0,0	4,5	3,2	4,9
Utdelningsandel, %				0,0	28,8	16,4	41,2
Lönsamhet							
ROE, efter skatt (%)	10,8	16,2	19,0	41,0	19,6	14,3	8,1
ROCE, efter skatt (%)	18,1	29,7	37,4	31,8	21,6	12,8	6,4
Belåning							
Nettoskuld (mkr)	168	313	223	-37	254	557	540
Räntetäckningsgrad	1,9	4,5	1,1	5,5	4,8	10,2	7,9
Soliditet, %	28,0	20,6	27,4	42,7	41,3	36,7	35,6
Nettoskulsättningsgrad, %	94,9	111,8	49,2	-2,5	13,9	28,2	25,8
Rörelsekapital							
Rörelsekapital (mkr)	89	272	443	1 073	1 119	1 116	1 159
Sysselsatt kapital (mkr)	354	695	670	1 985	2 516	3 219	3 407
Aktien och börskurs							
Aktiekurs				89,3	89,3	62,7	61,0
Börsvärde				2 440	2 075	1 458	1 418
Obelånat företagsvärde				2 403	2 329	2 014	1 958
Antal utestående aktier	14,2	14,5	16,6	23,2	23,2	23,2	23,2
Genomsnittligt antal aktier	14,2	14,5	16,6	17,6	23,2	23,2	23,2

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.