

Preview: Kv4 2022

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

Kvartalsrapport: 2023-02-23

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

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 19,40 kr
 Marknadsvärde: 28 210 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
 Reuters Eikon: SBBb.ST

AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	-55,2	11,4	26,0	-1,2

Källa: www.di.se.

ANALYS OCH VÄRDERING

SBB i Norden (Samhällsbyggnadsbolaget) äger en fastighetsportfölj med ett bedömt värde av ca 136 miljarder kronor (efter avknoppning av Neobo) per 31 december 2022. Hyresgästerna i SBB:s fastigheter är huvudsakligen offentliga samt andra operatörer inom utbildning, äldreboende, LSS, sjukhus & vårdcentraler, rättsväsende, kommunhus samt offentliga kontor. SBB äger även hyresbostäder. Hyresavtalen löpte per 30 september 2022 på i genomsnitt nio år. Projekt och renovering samt förvärv som ger arbitrage i förhållande till räntan är värde drivare för SBB.

Senaste uppdatering: **2022-12-05**

	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	16	26	36
Upp-/nedsida	-15%	37%	91%

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Bättre värderat än tidigare efter transaktioner

SBB har stärkt upp sin finansiella ställning efter avyttring av 49% i Educo-portföljen till Brookfield. Efter de senaste månadernas kursuppgång och avknoppningen av Neobo handlas SBB-aktien inte längre med en lika stor rabatt jämfört med övriga fastighetssektorn som tidigare. Vår nya rikt Kurs för SBB:s stamaktie i Bas-scenariot blir 26 (29) kronor.

Den 30 november 2022 annonserade SBB försäljningen för 49% av Educo-portföljen (utbildningsfastigheter) med 44,9 miljarder kronor i fastighetsvärde (+/- 1,2 miljard kronor i Earn-Out) med kanadensiska Brookfield som köpare. Transaktionen ger en köpeskilling om 9,2 miljarder kronor till SBB, där tillträde sker under kv1 2023.

Övriga två större transaktioner som SBB genomförde under kv4 2022 är försäljningen av 50% ägande i JV-bolaget Svenska Myndighetsbyggnader till Kåpan samt avyttring av 50% i ett annat JV-bolag med Aspelin Ramm jämte en angränsande fastighet i Gamlestaden, Göteborg.

Den 27 december 2022 knoppades bostadsbolaget Neobo av genom utdelning till SBB:s aktieägare. Neobo hade vi avknoppningen fastigheter till ett bokfört värde av ca 16 mdr kr och ett bokfört eget kapital på ca 8 mdr kr. Avknoppningen har bidragit till att den tidigare stora rabatt som SBB-aktien handlades till relativt övriga fastighetssektorn har minskat.

Jämfört med vår senaste resultatuppdatering den 5 december 2022 har vi denna gång främst justerat för de bedömda resultat- och balans effekterna som en följd av avknoppningen av Neobo.

Prognos kv4 2022 jämfört med utfall kv4 2021 (MSEK)

	kv4 2022P	kv4 2021	Förändring
Hyresintäkter	1777	1695	5%
Driftskostnader	-364	-347	-5%
Underhåll	-115	-110	-5%
Förvaltningsadministration	-131	-122	-7%
Fastighetsskatt	-29	-34	14%
Driftnetto	1137	1082	5%
Centraladministration	-92	-98	-6%
Resultat från intresseföretag/JV	264	2229	-88%
Resultat före finansiella poster	1309	3213	-59%
Finansnetto	-390	-201	94%
Resultateffekt förtidslösen av lån	1241	16	7656%
Valutakursdifferenser	0	231	n.m.
Leasingkostnader	-6	-6	1%
Resultat efter finansnetto	2154	3253	n.m.
Värdoförändr. Fastigheter	-1300	9144	n.m.
Värdoförändringar derivat	0	1151	n.m.
Resultat före skatt	854	13 548	n.m.
Aktuell skatt	-30	-87	n.m.
Uppskjutet skatt	-98	-1156	n.m.
Periodens resultat	726	12 305	-94%
Omräkningsdifferenser och övrigt	0	489	n.m.
Periodens totalresultat	726	12 794	-94%
Vinst per stamaktie (kronor)	0,33	8,63	-96%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Utbildningsfastigheter (Educo) den dominerande transaktionen under kv4 2022

SBB i Norden genomförde under november 2022 flera försäljningar av främst aktier i fastighetsägande bolag samt återköpte obligationslån till underkurs mot nominellt värde.

SBB sålde den 3 november 2022 sitt delägarande i ett JV-bolag samt SKF:s tidigare huvudkontor i Gamlestaden i Göteborg till Aspelin Ramm. Försäljningslikviden för denna fastighet samt 50% av aktierna i JV-bolaget uppgick till 700 miljoner kronor.

Den 17 november 2022 meddelade SBB att bolaget hade köpt tillbaka egna obligationslån för 501 miljoner Euro. De återköpta lånen hade ett nominellt värde av 631 miljoner Euro. Återköpet resulterade i en kursvinst på ca 1,4 miljarder kronor. Merparten av kursvinsten ska redovisas under finansnettot, medan den del som avser hybridobligationerna kommer att bokföras mot eget kapital i balansräkningen.

Kåpan utnyttjade den 21 november 2022 sin option att förvärva resterande 50% av aktierna i Svenska Myndighetsbyggnader (SMB) från SBB. Vi uppskattar att SBB fick ca 1,7 miljarder kronor för sina aktier i SMB, ett bolag som äger fastigheter för ca 16 miljarder kronor.

SBB:s helt dominerande transaktion under fjärde kvartalet 2022 var försäljningen av 49% av aktierna i dotterbolaget Educo AB, med en utbildningsfastighetsportfölj med ett marknadsvärde på ca 45 miljarder kronor, motsvarande en direktavkastning på ca 4,4% baserat på prognosticerat driftnetto för 2023. Educo AB kommer att konsolideras i SBB-koncernens resultat- och balansräkning, där minoritetens andel av resultat och eget kapital dras av. SBB fick 9,2 miljarder kr i köpeskilling för 49% av aktierna i Educo med möjlighet till 1,2 miljarder kr i tilläggsköpeskilling. Den första delen i tillträdet till portföljen genomfördes 18 januari 2023, vilket gav SBB 6,6 miljarder kr i köpeskilling. Den andra delen i tillträdet är planerat att ske 28 februari 2023.

SBB:s intjäningsförmåga efter transaktioner under kv4 2022 samt utdelning av Neobo

I en uppdatering den 5 december 2022 efter att SBB hade genomfört flera större fastighetstransaktioner under november 2022 samt återköpt obligationslån för ca 7 mdr kr, kom vi fram till att SBB-koncernens intjäningsförmåga proforma hade minskat från 2,28 kr per stam-aktie före transaktionerna till 1,83 kr per stamaktie efter detsamma. Efter att Neobo med en bostadsportfölj bokförd till ca 16 mdr kr knoppades av den 27 december 2022 beräknar vi att SBB:s intjäningsförmåga har minskat ytterligare till 1,66 kr per stam-aktie enligt nedanstående sammanställning:

SBB-koncernens intjäningsförmåga (mkr)	Per 2023-01-01	Effekter av transaktioner	Proforma efter transaktioner
Hysesintäkter (KPI-uppräknat)	7743	-786	6957
Drifts- och underhållskostnader	-2480	370	-2110
Driftnetto	5263	-416	4847
Central administration	-200	28	-172
Resultat från intressebolag och förvaltningsarvode	979	-250	729
Finansiella intäkter	99		99
Finansiella kostnader	-1807	299	-1508
Förvaltningsresultat före utdelning	4334	-339	3995
Utdelning hybridobligationer	-538	45	-493
Utdelning D-aktier	-388		-388
Hänförligt till minoritetsandel	-86	-619	-705
Förvaltningsresultat hänförligt till stamaktieägare	3322	-913	2409
Vinst per aktie (SEK)	2,28		1,66
P/E (kurs 19,40 SEK i SBB stamaktie)	8,8		11,7

Värdeförändringar på fastighetsbolagens bestånd under kv4 2022

Hittills har sju börsnoterade fastighetsbolag (Atrium Ljungberg, Fabega, Fastpartner, Heba, Pandox, Platzer och Wallenstam) lämnat sina kv4 2022-rapporter. För dessa bolag ligger den genomsnittliga värdeminskningen på ca 3 procent av bolagens fastighetsvärden. SBB:s portfölj med långa hyresavtal och offentliga motparter bör ha minskat mindre i värde än kontorsfastigheter med hyreskontraktslängder på tre år. Detta då de sistnämnda påverkas mer av nuvarande lågkonjunktur.

Carlsquares värderingsmodell för riktkurs i SBB-aktien (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	1,5	1,5	1,5
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt och median)	18,9	15,1	22,7
Motiverat värde, intjäning per aktie	28	23	34
Substansvärde, SBB-aktien (10% skatt på övervärden)	29,8	23,8	35,8
P/NAV fastighetsbolag (genomsnitt och median)	72%	58%	87%
Motiverad värdering på substans per aktie	21	14	31
Motiverat DCF-värde (+/-15% på kassaflödet)	27	12	41
Applicerat på intjäning	30%	30%	30%
Applicerad vikt för substansvärde	30%	30%	30%
Applicerat värde på DCF-värde	40%	40%	40%
Total vikt för båda värderingarna	100%	100%	100%
Värde per aktier i ett basscenario	26	16	36

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Efter avknoppning av Neobo samt en något högre diskonteringsränta i DCF-kalkylen som de viktigaste skillnaderna mot vår senaste uppdatering sjunker vår riktkurs i Bas-scenariot till 26 kronor per aktie, jämfört med tidigare 29 kronor per aktie i vår analysuppdatering efter kv3-rapporten den 28 oktober 2022.

Givet andra antaganden (+/-20 procent avseende P/E-tal och Kurs/Substans för den svenska fastighetssektorn samt +/-15% värde för antagna kassaflödesvärden i DCF-värderingen varierar vår riktkurs från 16 kronor/aktie i Bear-scenariot (tidigare 18 kronor/aktie) till 36 kronor/aktie i Bull-scenariot (tidigare 40 kronor/aktie).

Jämförande värderingsgraf börsnoterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen och SBB



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Efter avknoppningen av Neobo den 27 december 2022 är värderingen av SBB-aktien inte lika låg i förhållande till övriga fastighetssektorn som den var vid vår senaste avstämning den 5 december 2022.

Medianen för de 38 börsnoterade fastighetsbolagen som Carlsquare bevakar är i skrivande stund P/E 19 ggr och 28 procent substansrabatt.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartal Kv4 2021-kv3 2023P (MSEK)

	Kv4 2021	Kv1 2022	Kv2 2022	Kv3 2022	Kv4 2022P	Kv1 2023P	Kv2 2023P	Kv3 2023P
Hysesintäkter	1 695	1 831	1 878	1 888	1 777	1 725	1 731	1 747
Driftskostnader	-347	-455	-349	-312	-364	-363	-331	-297
Underhåll	-110	-85	-90	-84	-115	-69	-85	-80
Förvaltningsadministration	-122	-103	-115	-130	-131	-130	-135	-140
Fastighetsskatt	-34	-35	-34	-29	-29	-24	-24	-25
Driftsnetto	1 082	1 153	1 290	1 333	1 137	1 139	1 155	1 205
Centraladministration	-52	-64	-213	-43	-42	-26	-26	-26
Förvärvs- och omstruktureringsskostnader	-46	-13	-17	-66	-50	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	2 229	434	-76	-846	264	168	199	168
Rörelseresultat före värdeförändringar	3 213	1 510	984	378	1 309	1 281	1 328	1 347
Finansnetto	-201	-249	-199	-370	-390	-369	-428	-460
Övriga finansiella kostnader	241	185	-932	-687	1 235	-6	-6	-6
Förvaltningsresultat	3 253	1 446	-147	-679	2 154	907	894	881
Värdeförändringar fastigheter	9 378	2 362	-836	-2 507	-1 300	500	525	551
Res. bostadsproduktion och goodwill-just.	-234	5	-185	-10	0	0	0	0
Värdeförändringar finansiella instrument	1 151	-341	-1 444	630	0	0	0	0
Resultat före skatt	13 548	3 472	-2 612	-2 566	854	1 407	1 419	1 432
Aktuell skatt	-87	-132	-152	70	-30	-49	-50	-50
Uppskjuten skatt	-1 156	-401	43	415	-98	-162	-163	-165
Periodens resultat	12 305	2 939	-2 721	-2 081	726	1 196	1 206	1 218
Vinst (SEK per aktie)	8,63	1,86	-1,99	-1,53	0,33	0,56	0,57	0,55

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, helår 2020-2024P (MSEK)

Resultaträkning	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Hysesintäkter	5 121	5 930	7 374	6 957	7 096
Driftskostnader	-987	-1 114	-1 480	-1 362	-1 389
Underhåll	-323	-322	-374	-351	-358
Förvaltningsadministration	-217	-317	-479	-551	-599
Fastighetsskatt	-115	-130	-127	-98	-106
Driftsnetto	3 479	4 047	4 913	4 595	4 643
Centraladministration	-224	-290	-362	-103	-97
Förvärvs- och omstruktureringsskostnader	-52	-86	-146	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	144	2 814	-224	765	804
Rörelseresultat före värdeförändringar	3 347	6 486	4 181	5 257	5 350
Finansnetto	-807	-737	-1 208	-1 749	-2 001
Övriga finansiella kostnader	-66	-58	-199	-25	-26
Förvaltningsresultat	2 474	5 690	2 774	3 483	3 323
Värdeförändringar fastigheter	8 542	21 360	-2 281	2 155	2 750
Res. Bost.prod & Upplösning goodwill	-468	-243	-190	0	0
Värdeförändringar derivat	-207	2 487	-1 155	0	0
Resultat före skatt	10 341	29 294	-852	5 639	6 073
Aktuell skatt	-164	-247	-244	-197	-213
Uppskjuten skatt	-1 093	-3 446	-41	-648	-698
Periodens resultat	9 084	25 601	-1 137	4 793	5 162
Förvaltningsresultat efter betald skatt	2 310	5 443	2 530	3 286	3 111
Resultat hänförligt till stam A och B	7 291	23 697	-1 925	3 223	3 492
Resultat just. för värdeför. hänför. stam	-576	93	1 701	1 265	955

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning, helår 2020-2024P (MSEK)

	2 020	2021	2022P	2023P	2024P
Immateriella anläggningstillgångar	6 319	6 066	5 874	5 874	5 874
Förvaltningsfastigheter	90 185	149 335	135 455	139 765	145 134
Nyttjanderätt tomträtt	614	639	702	702	702
Inventarier	22	48	43	43	43
Summa materiella anläggningstillgångar	97 140	156 088	142 074	146 384	151 753
Andel i intresseföretag/JV	2 867	16 373	13 661	14 427	15 231
Fordringar hos intressebol. /JV	827	3 885	1 875	1 875	1 875
Derivat	129	547	2 133	2 133	2 133
Finansiella tillgångar, verk. värde	2 931	4 530	1 900	1 900	1 900
Andra långfristiga fordringar	0	207	70	70	70
Summa finansiella anläggningstillgångar	6 753	25 542	19 639	20 405	21 209
Summa anläggningstillgångar	103 893	181 630	161 713	166 789	172 962
Kundfordringar	91	219	61	62	50
Fordringar og intressebol. /JV	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	279	169	169	169
Övriga fordringar	2 398	1 959	2 129	2 153	1 866
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	243	540	677	683	614
Summa kortfristiga fordringar	2 732	2 997	3 036	3 066	2 698
Kortfristiga placeringar	0	53	512	512	512
Likvida medel	13 606	9 837	2 899	7 631	11 267
Summa omsättningstillgångar	16 338	12 887	6 447	11 209	14 477
Summa tillgångar	120 231	194 517	168 160	177 998	187 439
Summa Eget kapital	52 136	82 971	68 760	80 833	84 076
Skulder till kreditinstitut	11 995	21 974	23 872	23 264	23 670
Obligationslån	34 663	51 919	47 887	45 972	47 249
Derivat	267	30	294	294	294
Uppskjutna skatteskulder	7 172	10 428	9 875	10 524	11 222
Skuld finansiell leasing	614	639	701	701	701
Övriga långfristiga skulder	1 020	292	188	188	188
Summa långfristiga skulder	55 731	85 282	82 818	80 943	83 324
Skulder till kreditinstitut	69	1 758	2 714	2 596	2 675
Företagscertifikat	5 418	11 169	1 980	1 760	1 907
Obligationslån	3 121	1 175	4 865	4 727	4 819
Leverantörsskulder	117	181	294	299	456
Aktuella skatteskulder	166	418	287	296	558
Övriga skulder	2 098	9 530	5 002	5 052	6 573
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1 375	2 033	1 441	1 492	3 052
Summa kortfristiga skulder	12 364	26 264	16 583	16 221	20 039
Summa eget kapital och skulder	120 231	194 517	168 160	177 998	187 439

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde, helår 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	2 247	2 415	4 527	2 521	2 307
Ökning (-) /Minskning (+) av rörelsefordringar	-1 720	21	-250	-30	367
Ökning (+) /Minskning (-) av rörelseskulder	-7 522	2 184	-1 993	115	3 500
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-6 995	4 620	2 284	2 606	6 175
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-15 386	-55 899	-11 136	-8 620	-10 478
Försäljning av fastigheter	12 903	20 241	4 856	6 465	7 858
Investeringar/försäljning inventarier	-3	-31	-6	0	0
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-1 626	-9 234	2 288	0	0
Investeringar i immat. anläggningstillgångar	-73	0	0	0	0
Föränd. av fordringar hos intresseföretag/JV	307	-3 049	2 005	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	-1 323	180	3 999	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	44	-169	140	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-5 156	-47 962	2 146	-2 155	-2 619
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	2 784	0	0	0	0
Emissioner hybridobligationer/konvertibler	12 481	1 893	-693	0	0
Inlösta preferensaktier	0	-20	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	0	58	0	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-855	-1 846	-2 716	-1 919	-1 919
Nettoförvärv minoritetsandelar	-2 356	2 528	-23	9 200	0
Nettoupptagning av lån	-185	32 355	-4 500	-3 000	2 000
Förändring övriga långfristiga skulder	1 052	4 579	-3 228	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	12 921	39 546	-11 160	4 281	81
Periodens kassaflöde	770	-3 796	-6 730	4 732	3 636
Likvida medel, periodens börj.	12 858	13 606	9 837	2 899	7 631
Valuta- och avknoppningseffekt Likvida medel	-22	27	-207	0	0
Likvida medel vid periodens slut	13 606	9 837	2 899	7 631	11 267

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

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

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

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

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

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

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