



This report was completed and disseminated 18 November 2019: 6:06 GMT

# SBB i Norden

Nytäckning   
Rapport   
Viktig händelse 

## Skapar Nordens tredje största fastighetsbolag

### Risk och avkastningspotential

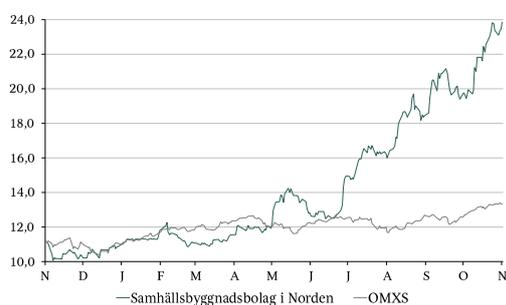
Kurspotential	Medel
Risiknivå	Låg
Kurs	21,90
Högsta/Lägsta (12M)	23,85/10,06
Antal aktier (m)	1 287
Börsvärde (SEKm)	16 161
Nettoskuld (SEKm)	46 400
Enterprise Value (SEKm)	62 561
Reuters/Bloomberg	SBB.ST/SBB.SS
Listning	First North

### Estimat och värdering (SEK)

	2018	2019E	2020E	2021E
Hysesintäkter	1 680	1 962	5 458	5 577
Driftnetto	1 070	1 266	3 664	3 731
Förv. Resultat	321	842	2 896	3 098
Vinst f. Skatt	1 904	2 235	4 991	5 143
EPS, just	0,4	1,1	2,3	2,4
NAV/A	10,0	13,0	18,4	20,7
EPRA-NAV/A	11,6	14,4	19,4	21,7
EPS Tillv.	n.m	156%	107%	7%
Överskottsgrad	63,7	64,5	67,1	66,9
ROE	15,4	10,0	11,2	10,6
Vakansgrad	3,4	3,0	3,0	3,0
Belåningsgrad	0,53	0,30	0,56	0,53
P/Förvalt.	51,5	20,1	9,7	9,1
P/NAV	2,53	1,69	1,19	1,06
P/EPRA-NAV	1,90	1,52	1,13	1,01
Direktavk.	1,1	2,7	3,7	4,6

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
19/02/2020	Q4-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

### SBB förvärvar hemfosa

SBB annonserade den 15:e november att bolaget lägger ett bud på det börsnoterade fastighetsbolaget Hemfosa. Budet uppgick till 126,15 kr och bestod av 55% aktier och 45% cash. Genom budet skapas Nordens tredje största noterade fastighetsbolag och det största i Norden inom samhällsfastigheter. Marknadsvärdet på det gemensamma bolagets fastighetsportfölj kommer vara ca 70,5 mdkr och vi räknar med hyresintäkter vid 2020 år slut omkring 5 500 mkr. Yelden på bolagets fastighetsbestånd kommer uppgå till ~5%.

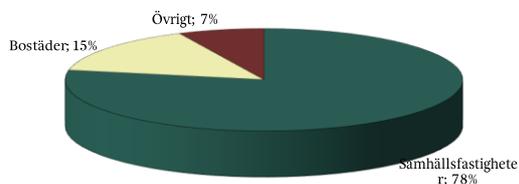
### Synergier på finansieringssidan

Vi anser att de främsta synergier i transaktionen finns på finansieringssidan. Hemfosa har i dagsläget en snittränta 220 BPS att jämföra med SBB som, i snitt lånar till 180 BPS. Bara genom att sänka räntan till SBBs nivåer minskar Hemfosas räntekostnader med ca 90 mkr. Ytterligare räntekostnad synergier kan förväntas då bolaget nu kan låna med en investment Grade Rating. Vi bedömer att snitträntan kommer att vara 140-160 BPS på 24 månaders sikt. På 12 månaders sikt bedömer bolaget att de finansiella synergier efter skatt kommer uppgå till 260 mkr efter skatt till följd av lägre finansieringskostnader. Vidare ser bolaget ca 40 mkr efter skatt i kostnadsbesparingar gällande administration och förvaltning de kommande 12 månaderna. Efter förvärvet stiger LTV i SBB till 56% baserat på våra 2020 estimat. Vi bedömer att bolaget under 2020 kommer återgå till en belåningsgrad under 50% genom bl.a. ”trimning” av portföljen. Bolaget överväger även möjligheterna att emittera en ny hybridobligation för att stärka balansräkningen. På transaktionsdagen upprepade Fitch bolagets kreditbetyg om BBB-.

### Gör att vi höjer vårt motiverade värde

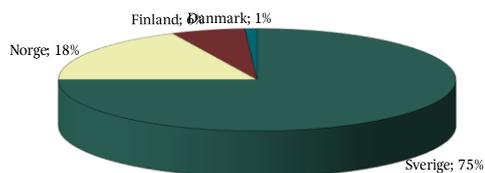
Vi anser att denna transaktion skapar stora synergier mellan bolagen. Vi ser att SBB ökar sitt EPRA-NAV till ~20 2020 vilket är betydligt över våra estimat för EPRA-NAV. För att värdera det nya bolaget använder vi en SOTP modell där de två delarna är den löpande fastighetsförvaltningen (förvaltningsresultat justerat för hybrid och D-aktieutdelningar) och den andra delen är fastighetsutveckling, reoveringar, investeringar samt transaktioner. Den första delen värderar vi till ca 27 kr/aktie och den andra, där vi applicerar en betydligt lägre multipel, till ca 6 kr per aktie. Därmed ser vi ett motiverat värde om 31-34kr och följaktligen en medelhög potential i aktien till en låg risk.

### SBB i Norden – Försäljning per segment



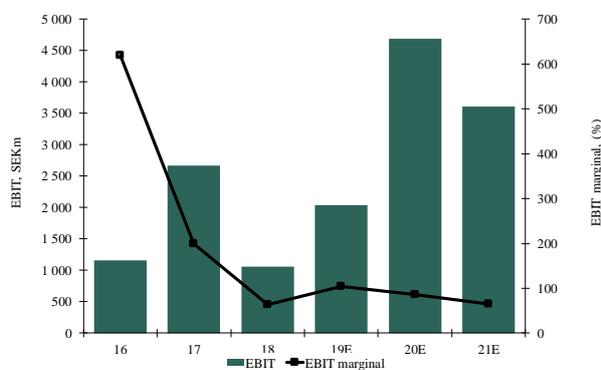
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### SBB i Norden – Försäljning per marknad



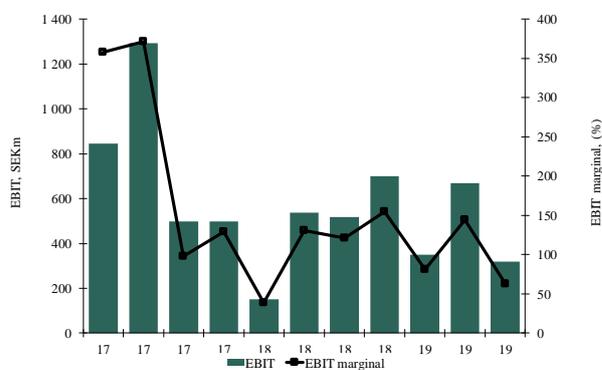
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### SBB i Norden – Resultatutveckling, helår



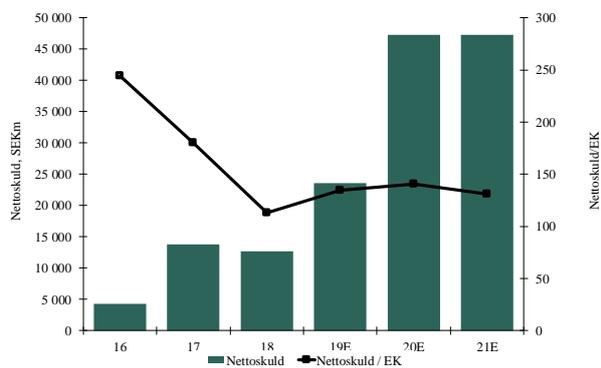
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### SBB i Norden – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### SBB i Norden – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa  
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### SBB i Norden – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	17 600	
Antal utestående aktier (m)	1 287	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	1 259	
Fritt handlade aktier	58,2%	
<b>Största aktieägare</b>	<b>Röster</b>	<b>Aktier</b>
Ilija Batljan med bolag	40,6%	13,8%
Dragfast	10,9%	9,6%
Arvid Svensson Invest	10,8%	7,2%
Sven-Olof Johansson	9,1%	5,7%
Michael Coccozza	1,7%	5,4%
Ordförande	Lennart Schuss	
Verkställande direktör	Ilija Batljan	
Finansdirektör	Eva Lotta Strindh	
Investerarkontakt	Rosel Ragnarsson	
Telefon / Internet	- / <a href="http://sbbnorden.se/">http://sbbnorden.se/</a>	
Nästa rapport	19 February 2020	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### **Investment case**

SBB investerar i två typer av fastigheter som karaktäriseras av hög säkerhet i kassaflöden och lång löptid på hyreskontrakten. Dessa fastigheter är samhällsfastigheter i Norden och bostadsfastigheter i Sverige. Bolaget har historiskt visat en imponerande tillväxt i NAV och förvaltningsresultat. Vi ser även potential för utveckling av bolagets bostadsportfölj då man har som mål att renovera 600 lägenheter årligen vid sidan av de byggrättsprocesser man driver. Detta gör att vi ser en medelhög potential i aktien till låg risk.

### **Stabil intäktström**

Bostäder och samhällsfastigheter kännetecknas av stabila kassaflöden med långa kontrakt. Hyreskontrakten för samhällsfastigheterna i portföljen har en genomsnittlig kontraktstid på sju år. Båda fastighetstyper är dessutom mindre konjunkturkänsliga än både kontor och handel.

### **Aktiva inom intressanta segment**

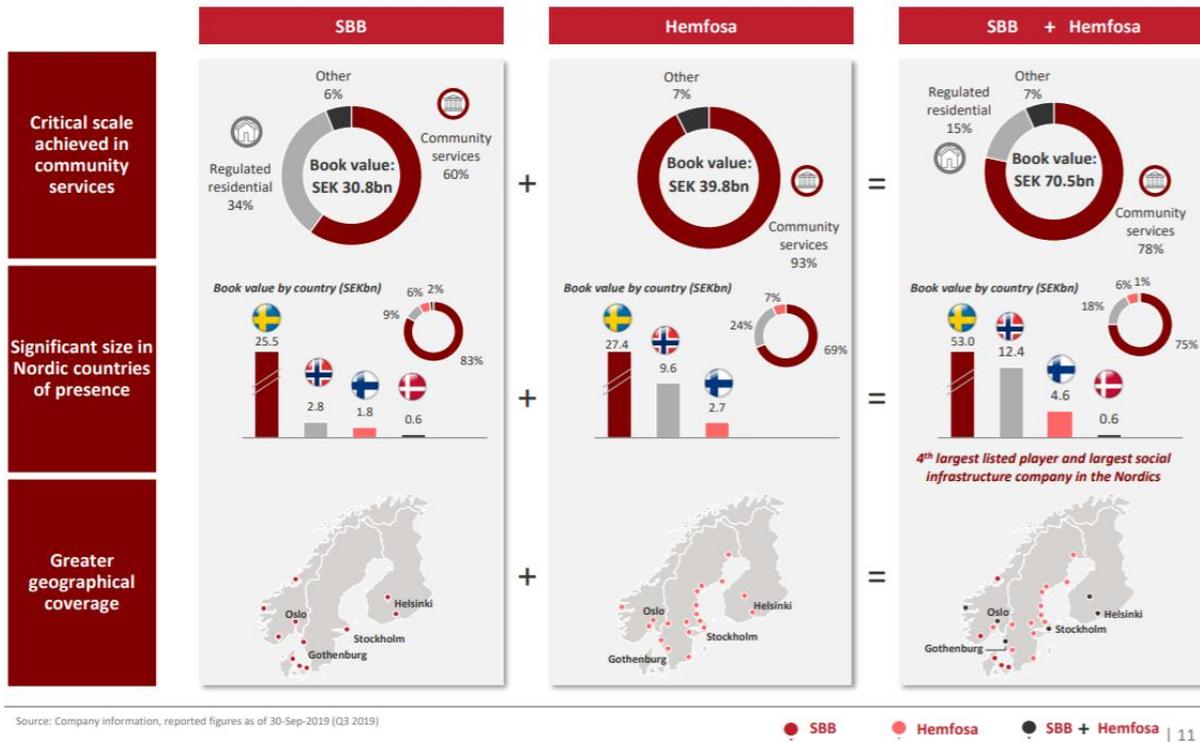
Samhällsfastigheter har seglat upp som en favorit hos många institutionella investerare. Detta på grund av deras stabila kassaflöden och låga risk. Vi tror att SBB kan bli ett intressant alternativ för många institutioner som vill öka sin exponering inom den här sektorn. Dessutom ser vi ökad aktivitet hos många institutioner som kan komma att pressa ned direktavkastningen på de orter där SBB har gjort merparten av sina förvärv vilket på sikt kommer leda till uppvärderingar.

### **En affär som skapar en gigant på den nordiska fastighetsmarknaden**

Genom förvärvet av Hemfosa skapas ett av Nordens största fastighetsbolag och det största inom samhällsfastigheter. I första hand ser vi starka synergier på finansieringsmarknaden. Bolaget räknar dessa till ca 260 mkr efter skatt. Anledningen till dessa synergier är främst SBBs höga kreditbetyg och starka balansräkning. Vi ser dessutom att en realisering av dessa synergier inte kommer ske till en relativt låg kostnad då Hemfosa har en relativt kort kapitalbindning om 2,5 år. Vidare ser vi operationella synergier om ca 40 mkr efter skatt årligen. Dessa går främst att härleda till minskad administration och fördelar i drift.

### **Ett unikt bolag på marknaden**

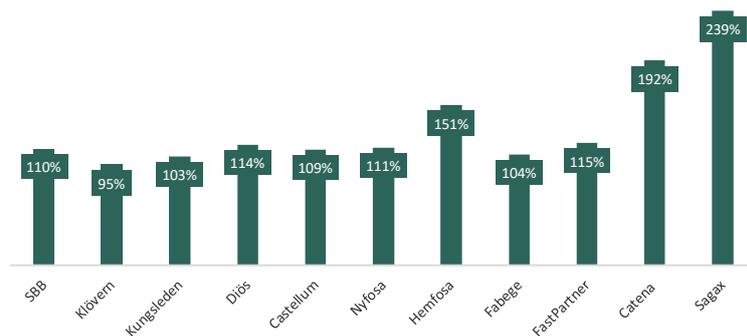
Hemfosa kompletterar SBB bra rent geografiskt genom sin starka närvaro i både Finland och Sverige. Vidare ser vi positivt på att SBB:s aktiva utvecklingsteam och transaktionsteam kommer få en större portfölj att jobba med. Nedan följer en översikt av det sammanslagna bolaget.



### Låg risk i värderingen, begränsad nedsida

SBB handlas idag till en premie mot sitt EPRA-NAV (se diagram nedan). Vi anser att en premie mot EPRA-NAV kan motiveras i ljuset av den starka tillväxten i NAV och förvaltningsresultat framöver. Vi tror NAV kommer fortsätta expandera av två anledningar.

### SBB i Norden P/EPRA-NAV

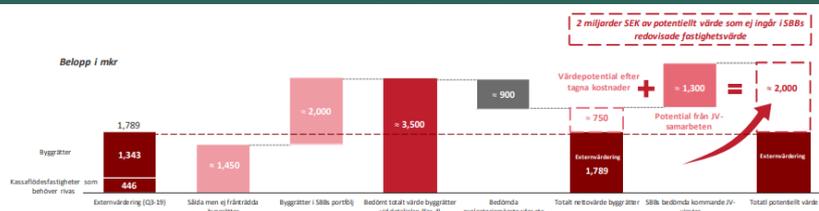


Source: Erik Penser Bank

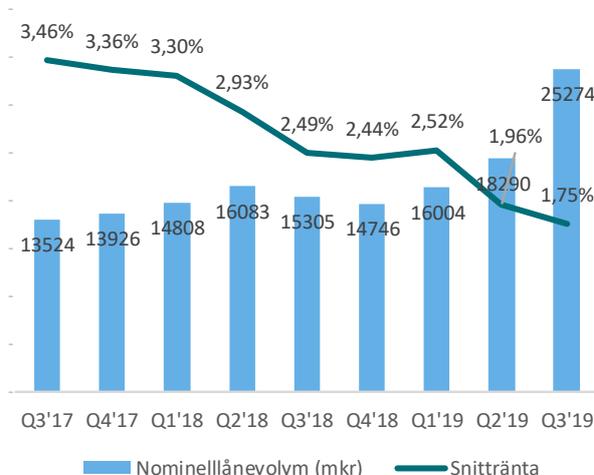
Den första anledningen vi ser till att SBB kan öka sitt EPRA-NAV kommande år är renoveringar och värdeökningar i bolagets bostadsportfölj. Vid H2'18 var snittkvadratmeterpriset i bolagets bostadsportfölj 12 144 kr, vid utgången av Q3'19 uppgick kvadratmeterpriset till 14 432 kr. Denna ökning beror på att man under året inlett renoveringsarbete i 475 lägenheter. Bolaget har som mål att renovera 600 lägenheter årligen, ett mål vi bedömer kommer slås med råge. Det räknar vi med kommer leda till att värdet på bostadsfastigheterna ökar till över 15 500 kr per kvm vid 2020 års slut. Som jämförelse värderades Victoria Parks bestånd till 18 000 - 19 000 kr per kvm när bolaget köptes ut från börsen.

En annan komponent som vi tror kan bidra till att utveckla NAV över tid är byggrättsportföljen. Den består i dagsläget av ca 50 projekt och en total byggrättsportfölj på ca 1 000 000 kvm BTA. Av dessa är 414 650 sålda men ej frånträdade. Värdet på dessa byggrätter uppgår till ca 1 500 mkr. Vi bedömer att ingångsvärdet på dessa byggrätter är relativt lågt (ca 1 250 kr/kvm) per kvadratmeter. Jämför vi med det värde som SBB sedan starten har sålt byggrätter för (ca 3 600 kr per kvm) ser vi att det finns en möjlighet till en kraftig värdeutveckling av dessa byggrätter vilket skulle bidra till en NAV-expansion över tid.

### SBB i Norden – Illustrativ bild av bolagets projektportfölj



### Finansieringskostnader



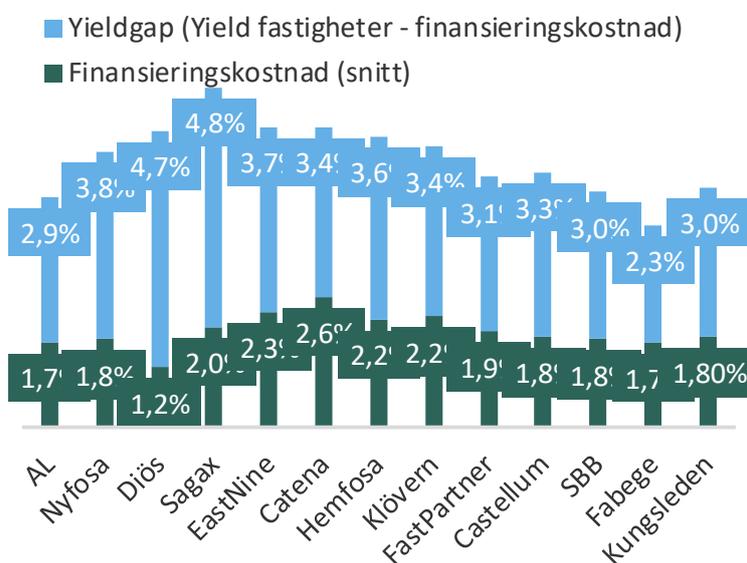
En annan trigger i närtid är att bolaget fortsätter sänka sina finansieringskostnader. Som diagrammet ovan visar har SBBs

finansieringskostnader baserat på framåtblickande intjäningsförmåga nu kommit ned rejält.

Vid årsskiftet 2017/18 var de 3,3%, sedan dess har räntekostnaderna sänkts med ca 123 mkr och snitträntan uppgår nu till 1,75%. Under Q2'19 erhöll SBB en investment grade-rating från två ledande ratinginstitut. I kombination med att man löser en dyr mezzaninfinansiering relaterad till DNBs huvudkontor gör det att man kan sänka sina finansieringskostnader rejält. Vi bedömer att man på sikt kan nå en snittränta kring 1,50%.

Som bilden nedan antyder ger det SBB en fortsatt möjlighet att stärka sitt yieldgap vilket kommer kunna skapa aktieägarvärde framöver. Genom avyttringen av DNBs huvudkontor bedömer vi att direktavkastningen i portföljen på sikt kommer ligga något över 4,55%. Diagrammet synliggör även den kostnadssynergier som finns på finansieringssidan för SBB och Hemfosa. Då Hemfosa har en betydligt högre finansieringskostnad än SBB.

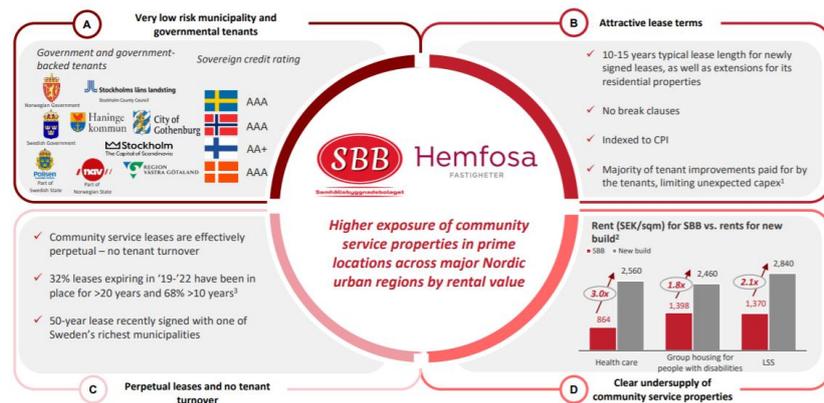
#### Samhällsbyggnadsbolag i Norden – Våra estimatförändringar (SEK)



Source: Erik Penser Bank

#### Begränsad nedsida

Vi ser även nedsidan som tämligen begränsad då ca 80% av intäkterna kommer från skattefinansierad verksamhet. Se nedan för ett urval av de hyresgäster som det nya bolaget har.



Source: Erik Penser Bank company report

Bostadsfastigheterna som utgör 15% av hyresvärdet har en centralt reglerad hyra satt, dessutom är efterfrågan hög i form av bostadsköer på de orter där SBB äger bostadsfastigheter. Slutligen ser vi en hög utvecklingspotential i dessa bostäder då man genom renoveringar har möjlighet att höja hyresvärdet. I Fastigheten Tellus 1 i Motala har SBB lyckats höja hyresvärdet med 500 kr till 1250 kr per kvadratmeter. Kostnaden för denna typ av renovering beräknas till ca 5 000 kr/kvm.

### Stark ägarstruktur och ledning

SBB har en tydlig ägarbild med VD och grundare Ilja Batljan som största ägare med 40,5% av rösterna och 14,9% av kapitalet. Han har sällskap av några av de mest välkända namnen i fastighetssverige bland både ledning och ägare (se tabell). Ilja Batljans förflutna inom politiken tror vi dessutom är en stor tillgång vid förhandlingar om förvärv och kontrakt med offentliga motparter.

Vi tror att styrelsen är en av SBBs starkaste tillgångar då den ger möjligheter till att göra goda affärer med offentliga motparter likt kommuner, landsting och privata aktörer på den svenska fastighetsmarknaden. Genom rekryteringen av den norske politikern Anne-Grete Strøm-Erichsen utvidgas detta kontaktnät till offentlig sektor i Norge där vi ser möjlighet till goda affärer likt förvärvet av det norska justitiedepartementets kontor.

Sammantaget tycker vi att ägarbilden är positiv då den möjliggör tydligt beslutsfattande, mycket god tillgång till kapital och ett långsiktigt ägande. Vi tror dessutom att det finns mycket att tjäna på att ta rygg på några av de mest namnkunniga inom branschen.

Sammanfattningsvis ser vi en medelhög potential i bolaget baserat på de ambitiösa målen och den expansiva intjäningen i bolaget. Hittills har bolaget levt upp till sina mål och vi anser att man kommer klara det även i fortsättningen vilket gör att vi anser att en premie mot EPRA-NAV är motiverad.

**SBB i Norden – Våra estimatförändringar (SEK)**

	2019E			2020			2021		
	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.
Hysesintäkter	1962	1962	0%	2176	5458	151%	2212	5577	152%
Förv. Resultat	948	842	-11%	1223	2924	139%	1136	3098	173%
EPS just.	1,20	1,09	-9%	1,6	2,3	41%	1,7	2,4	42%

Source: Erik Penser Bank

**SBB i Norden – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)**
**Resultaträkning**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Hysesintäkter	-	-	-	187	1 339	1 680	1 962	5 458	5 577
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Nettoomsättning</b>	-	-	-	<b>187</b>	<b>1 339</b>	<b>1 680</b>	<b>1 962</b>	<b>5 458</b>	<b>5 577</b>
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Driftnetto</b>	-	-	-	<b>91</b>	<b>877</b>	<b>1 070</b>	<b>1 266</b>	<b>3 664</b>	<b>3 731</b>
Administrationskostnader	-	-	-	-19	-76	-102	-115	-210	-190
Netto övrig verksamhet	-	-	-	0	0	0	0	0	0
<b>Rörelseresultat</b>	-	-	-	<b>1 158</b>	<b>2 667</b>	<b>1 059</b>	<b>2 043</b>	<b>4 691</b>	<b>3 608</b>
Finansnetto	-	-	-	-66	-464	-660	-301	-795	-780
<b>Förvaltningsresultat</b>	-	-	-	<b>6</b>	<b>337</b>	<b>321</b>	<b>951</b>	<b>2 891</b>	<b>3 093</b>
Värdetförändring, fastigheter	-	-	-	1 219	2 794	1 398	1 393	2 594	1 296
Värdetförändring, finansiella instrument	-	-	-	0	0	0	0	0	0
Extraordinära poster	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultatandelar i intresseföretag	-	-	-	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-	-	-	<b>1 224</b>	<b>3 131</b>	<b>1 719</b>	<b>2 344</b>	<b>5 486</b>	<b>4 388</b>
Betald skatt	-	-	-	0	-40	0	-450	-1 260	-1 043
Uppskjutet skatt	-	-	-	-43	-662	-184	-50	-140	-116
Minoritetsintressen	-	-	-	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat, rapporterat</b>	-	-	-	<b>1 176</b>	<b>2 429</b>	<b>1 536</b>	<b>1 845</b>	<b>4 086</b>	<b>3 230</b>

**Kassaflödesanalys**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Resultat före avskrivningar	-	-	-	91	877	1 070	1 266	3 664	3 731
Förändring av rörelsekapital	-	-	-	507	150	-409	-29	-105	-4
Övriga kassaflödespåverkande poster	-	-	-	22	310	-184	0	0	0
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b>	-	-	-	<b>536</b>	<b>510</b>	<b>-161</b>	<b>473</b>	<b>1 526</b>	<b>2 046</b>
Finansiella nettokostnader	-	-	-	-464	-464	-660	-301	-795	-780
Betald skatt	-	-	-	0	-40	0	-450	-1 260	-1 043
Investeringar	-	-	-	-6 502	-12 973	-2 249	-5 621	-47 353	-478
<b>Fritt kassaflöde</b>	-	-	-	<b>-6 430</b>	<b>-12 966</b>	<b>-3 070</b>	<b>-5 899</b>	<b>-47 881</b>	<b>-254</b>
Utdelningar	-	-	-	0	-71	-186	-117	-695	-824
Förvärv	-	-	-	0	0	0	0	0	0
Avyttringar	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nyemission/återköp av egna aktier	-	-	-	768	3 503	2 884	1 453	12 785	0
Övriga justeringar	-	-	-	5 705	8 617	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	-	-	-	<b>506</b>	<b>-414</b>	<b>63</b>	<b>10 566</b>	<b>-10 050</b>	<b>745</b>
Icke kassaflödespåverkande justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Nettoskuld, rapporterad</b>	-	-	-	<b>4 315</b>	<b>13 741</b>	<b>12 678</b>	<b>23 571</b>	<b>47 258</b>	<b>47 258</b>

**Balansräkning**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	-	-	-	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Materiella anläggningstillgångar	-	-	-	7 579	23 001	25 270	32 187	74 981	76 527
Innehav i intresseföretag och andelar	-	-	-	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	-	-	-	118	30	870	898	7 823	7 845
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	-	-	-	<b>7 697</b>	<b>23 031</b>	<b>26 140</b>	<b>33 085</b>	<b>82 804</b>	<b>84 372</b>
Varulager	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kundfordringar	-	-	-	10	26	30	59	164	167
Övriga omsättningstillgångar	-	-	-	155	419	1 313	730	730	844
Likvida medel	-	-	-	506	93	157	10 552	519	1 282
Övriga omsättningstillgångar	-	-	-	671	538	1 500	11 340	1 413	2 293
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	-	-	-	<b>8 368</b>	<b>23 569</b>	<b>27 640</b>	<b>44 425</b>	<b>84 217</b>	<b>86 664</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	-	-	-	1 767	7 636	11 197	17 493	33 668	36 074
Minoritetsintressen	-	-	-	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	-	-	-	<b>1 767</b>	<b>7 636</b>	<b>11 197</b>	<b>17 493</b>	<b>33 668</b>	<b>36 074</b>
Långfristiga finansiella skulder	-	-	-	5 128	12 570	12 496	21 393	45 080	45 080
Pensionsavsättningar	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Uppskjutna skatteskulder	-	-	-	226	863	1 047	1 097	1 237	1 353
Övriga långfristiga skulder	-	-	-	58	49	38	1 699	1 700	1 731
<b>Summa långfristiga skulder</b>	-	-	-	<b>5 412</b>	<b>13 482</b>	<b>13 581</b>	<b>24 188</b>	<b>48 016</b>	<b>48 163</b>
Kortfristiga finansiella skulder	-	-	-	487	1 337	2 178	2 178	2 178	2 178
Leverantörsskulder	-	-	-	62	135	88	88	88	88
Skatteskulder	-	-	-	23	54	19	19	19	19
Övriga kortfristiga skulder	-	-	-	617	924	578	458	248	142
<b>Kortfristiga skulder</b>	-	-	-	<b>1 189</b>	<b>2 450</b>	<b>2 863</b>	<b>2 743</b>	<b>2 533</b>	<b>2 427</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	-	-	-	<b>8 368</b>	<b>23 569</b>	<b>27 641</b>	<b>44 425</b>	<b>84 217</b>	<b>86 664</b>

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## SBB i Norden – Värdering och nyckeltal (SEK)

### Aktiedata

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Vinst per aktie, rapporterad	-	-	-	-	3,30	2,28	2,38	3,17	2,51
Vinst per aktie, justerad	-	-	-	-	0,46	0,43	1,23	2,25	2,40
Rörelsens kassaflöde/aktie	-	-	-	-	0,43	1,23	2,25	2,40	2,40
Fritt kassaflöde per aktie	-	-	-	-	0,43	1,23	2,25	2,40	2,40
Utdelning per aktie	-	-	-	0,00	0,10	0,25	0,60	0,70	0,75
Eget kapital per aktie	-	-	-	-	8,66	9,97	13,11	18,83	20,70
Eget kapital per aktie, ex goodwill	-	-	-	NM	10,35	14,81	22,59	26,16	28,03
Substansvärde per aktie	-	-	-	-	9,65	11,55	14,55	19,80	21,76
Nettoskuld per aktie	-	-	-	-	18,62	16,77	30,44	36,72	36,72
EV per aktie	-	-	-	NM	24,82	27,86	55,79	87,89	87,89
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	-	-	-	-	737,9	737,9	737,9	737,9	737,9
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	-	-	-	-	737,9	756,0	774,2	1 286,9	1 286,9

### Värdering

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/E-tal, rapporterat	-	-	-	-	1,9	4,7	10,0	7,5	9,5
P/E-tal, justerat	-	-	-	-	13,6	25,1	19,4	10,6	9,9
Kurs/rörelsens kassaflöde	-	-	-	-	14,6	8,7	10,6	9,9	9,9
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	-	-	-	-	14,6	8,7	10,6	9,9	9,9
Fritt kassaflöde/börsvärde	-	-	-	-	6,9	11,5	9,4	10,1	10,1
Direktavkastning	-	-	-	0,0	1,6	2,3	2,5	2,9	3,1
Utdelningsandel, justerad	-	-	-	-	21,9	58,8	48,8	31,2	31,2
Kurs/eget kapital	-	-	-	-	0,72	1,07	1,82	1,27	1,15
Kurs/eget kapital, ex goodwill	-	-	-	NM	0,60	0,72	1,06	0,91	0,85
Kurs/substansvärde	-	-	-	-	0,64	0,92	1,64	1,20	1,10
EV/omsättning	-	-	-	73,53	13,68	12,23	32,62	11,73	11,48
EV/Driftnetto	-	-	-	150,6	20,9	19,2	32,5	17,7	17,4
EV/rörelseresultat	-	-	-	11,9	6,9	19,4	31,3	13,6	17,7
Aktiekurs, årsslut	-	3,72	5,61	9,27	6,20	10,68	23,85	23,85	23,85
Aktiekurs, årshögsta	-	3,72	5,88	9,35	10,50	12,52	23,85	-	-
Aktiekurs, årslägst	-	3,19	3,00	4,51	5,15	6,23	10,58	-	-
Aktiekurs, årssnitt	-	3,45	4,27	6,75	6,85	9,07	14,80	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	-	-	-	-	4 575	7 881	17 600	17 600	17 600
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	-	-	-	13 741	18 317	20 559	64 000	64 000	64 000

### Tillväxt och marginaler

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Hysesintäkter, årsförändring	-	-	-	-	616,5	25,5	16,8	178,2	2,2
Driftnetto, årsförändring	-	-	-	-	860,9	22,0	18,3	189,5	1,8
Rörelseresultat, årsförändring	-	-	-	-	130,3	-60,3	92,9	129,6	-23,1
Förvaltningsresultat, årsförändring	-	-	-	-	5 888,2	-4,7	196,0	203,9	7,0
Vinst per aktie, årsförändring	-	-	-	-	-	-7,0	189,1	82,8	7,0
Överskottsgrad	-	-	-	48,8	65,5	63,7	64,5	67,1	66,9
Rörelsemarginal	-	-	-	619,8	199,2	63,0	104,1	85,9	64,7
Förvaltningsmarginal	-	-	-	3,0	25,2	19,1	48,5	53,0	55,5
Vinstmarginal, justerad	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettomarginal, justerad	-	-	-	629,4	181,4	91,4	94,0	74,9	57,9
Skattesats	-	-	-	0,4	1,3	0,0	19,2	23,0	23,8

### Investeringar och kapitaleffektivitet

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Investeringar	-	-	-	6 502	12 973	2 249	5 621	47 353	478
Investeringar/omsättning	-	-	-	3 479,3	968,9	133,8	286,5	867,6	8,6
Direktavkastning på bokfört värde	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Implicit avkastning på fastigheter	-	-	-	5,6	4,2	4,7	3,9	4,9	4,9
Hysesvakansgrad	-	-	-	1,7	3,2	3,4	3,0	3,0	3,0
Nettobelåningsgrad fastigheter	-	-	-	0,57	0,60	0,50	0,73	0,63	0,62

### Finansiell ställning

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoskuld, rapporterad	-	-	-	4 315	13 741	12 678	23 571	47 258	47 258
Räntetäckningsgrad	-	-	-	17,49	5,75	1,61	6,78	5,90	4,63
Soliditet	-	-	-	21,1	32,4	40,5	39,4	40,0	41,6
Skuldsättningsgrad	-	-	-	2,44	1,80	1,13	1,35	1,40	1,31
Nettoskuld/börsvärde	-	-	-	NM	3,00	1,61	1,34	2,69	2,69

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## SBB i Norden – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

### Resultaträkning

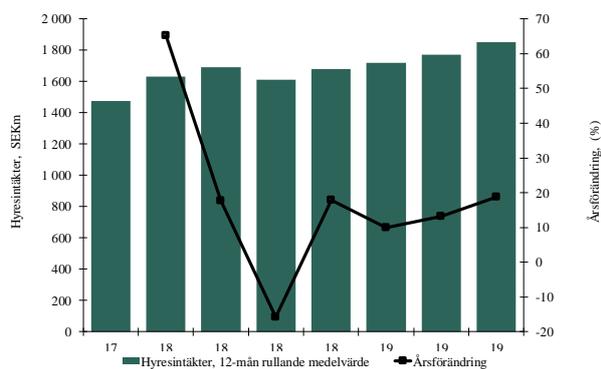
	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319
Hysesintäkter	-	236	348	507	384	390	410	427	453	429	464	507
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Driftnetto</b>	-	<b>131</b>	<b>226</b>	<b>263</b>	<b>257</b>	<b>233</b>	<b>272</b>	<b>293</b>	<b>274</b>	<b>240</b>	<b>321</b>	<b>343</b>
Administrationskostnader	-	-22	-20	-17	-17	-21	-22	-24	-27	-27	-24	-34
Netto övrig verksamhet	-	-	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Rörelseresultat</b>	-	<b>845</b>	<b>1 294</b>	<b>498</b>	<b>497</b>	<b>152</b>	<b>536</b>	<b>517</b>	<b>700</b>	<b>349</b>	<b>669</b>	<b>318</b>
Finansnetto	-	-73	-104	-134	-152	-138	-142	-160	-222	-107	-110	-108
<b>Förvaltningsresultat</b>	-	<b>35</b>	<b>103</b>	<b>112</b>	<b>87</b>	<b>73</b>	<b>109</b>	<b>112</b>	<b>28</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>
Värdetförändring, fastigheter	-	810	1 191	385	409	73	429	402	671	252	642	242
Värdetförändring, finansiella instrumen	-	0	0	0	0	5	-2	2	1	-9	-79	-30
Extraordinära poster	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultatandelar i intresseföretag	-	-	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Resultat före skatt</b>	-	<b>845</b>	<b>1 294</b>	<b>498</b>	<b>497</b>	<b>152</b>	<b>536</b>	<b>517</b>	<b>700</b>	<b>349</b>	<b>669</b>	<b>318</b>
<b>Resultat före skatt, justerat</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skatter	-	-198	-256	-136	-112	-38	-132	-34	-9	-133	6	-62
Minoritetsintressen	-	-	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Nettoresultat, rapporterat</b>	-	<b>647</b>	<b>1 038</b>	<b>362</b>	<b>385</b>	<b>114</b>	<b>404</b>	<b>482</b>	<b>691</b>	<b>216</b>	<b>675</b>	<b>256</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319
Hysesintäkter	-	-	-	-	-	65,1	17,6	-15,8	17,9	10,0	13,2	18,7
Förvaltningsresultat	-	-	-	-	-	109,4	5,5	0,0	-68,6	44,3	-2,4	-5,5
Överskottsgrad	-	55,3	65,0	51,9	66,9	59,7	66,4	68,5	60,4	55,9	69,2	67,7
Rörelsemarginal	-	357,8	371,5	98,1	129,3	38,9	130,8	121,0	154,4	81,4	144,2	62,7
Förvaltningsmarginal	-	14,9	29,5	22,1	22,8	18,8	26,5	26,3	6,1	24,7	22,8	20,9

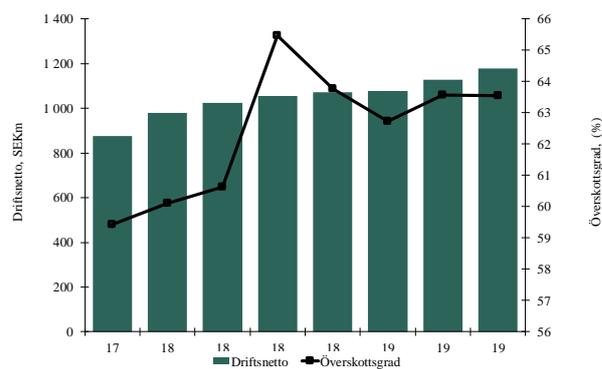
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### SBB i Norden – Hyesintäkter, 12-mån rullande medelvärde



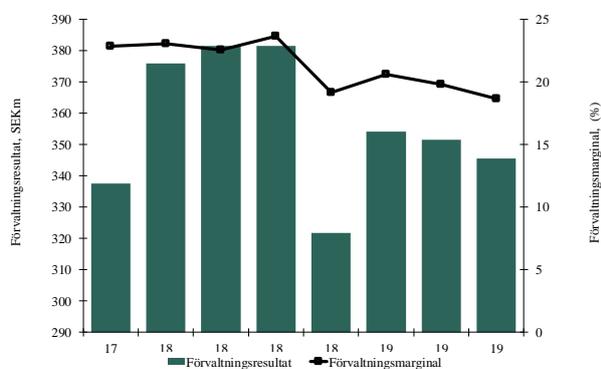
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### SBB i Norden – Driftnetto, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### SBB i Norden – Förvaltningsresultat, 12-mån rullande



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

---

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månaders perioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställda handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i eller förda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten. För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

---