This report was completed and disseminated 25 February 2022: 6:30 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastigheter | Sverige | 25 Februari 2022

SBB

Stark NAV-tillväxt

Förvaltningsresultatet väsentligt högre än estimat

Fastighetsförvaltningen avslutar helåret i linje med våra förväntningar. Hyresintäkterna uppgick till 5 938 mkr och driftsnettot uppgick till 4 047 mkr. FFO uppgick till 5 397 mkr vs vårt estimat om 3, 463 mkr. Avvikelsen ligger i högre resultat andelar ifrån JVs. EPRA-NAV uppgick till 45,11 kr vs vårt estimat om 39 kr. Drivande i NAV-tillväxten är fortsatta investeringar i fastighetsbeståndet.

Marginella justeringar

Baserat på det höjda bidraget från joint ventures samt tillträden under kvartalet höjer vi vårt estimat för förvaltningsresultatet med i snitt 6,3% över prognosperioden. Bolagets höjda guidance gör att vi höjer vårt estimat för EPRA-NAV till 52 kr från tidigare 46,4 kr för innevarande år och ca 11% 2023.

Fortsatt rabatt mot motiverat värde

Trots den kortsiktiga turbulensen kring SBB lämnar vi vårt motiverade värde oförändrat. På nuvarande kursnivåer handlas bolaget till en rabatt emot NAV om ca 5%. Senast vi såg dessa nivåer var under 2020. Givet bolagets långa kapitalbildning ser vi risken för att drabbas för högre finansieringkostnader som överdriven. Vi ser också beståndet som relativt säkert för höjda räntor givet indexering.

Kommande händelser

Q1'22	2022-04-27

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	1,451m
Börsvärde	59,497
Nettoskuld	78,105
EV	137,602
Free float	71%
Daglig handelsvolym, snitt	706(k)
Reuters/Bloomberg	SBB.ST/SBB SS

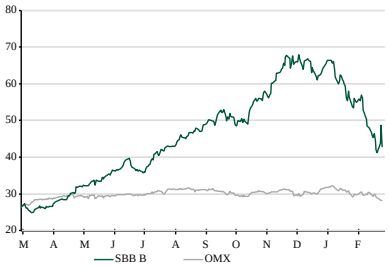
Prognos (kr)

	21	22e	23e	24e
Rent income	5,930	8,759	9,103	9,377
Vacancy Rate (%)	5.9	4.0	4.0	4.0
Net operating income	4,047	6,324	6,564	6,748
NOI margin (%)	68	72	72	72
FFO	5,397	6,020	6,259	6,443
DPS	1.3	1.4	1.5	1.5
EPRA NAVPS	45	52	59	67
FFO/Share	3.7	4.1	4.3	4.4
Rental growth (%)	16	48	4	3
P/FFO (adj)	11.0	9.9	9.5	9.2
P/EPRANAV	0.91	0.79	0.69	0.62
Implicit yield (%)	4.8	5.5	6.3	7.0
Direktavkastning	3.2	3.4	3.5	3.7
Net LTV (%)	40	41	40	38
NOI growth (%)	16	56	4	3
FFO/Share Growth (%)	118.1	11.5	4.0	2.9
EPRA-NAV growth	88.5	15.5	13.8	12.2
ROE	30.8	10.9	10.2	9.6

Värde och risk

Motiverat värde	**73.0 - 75.0**
Aktiekurs	41.0
Risknivå	Low

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

rikard.engberg@penser.se

Sammanfattning

Stark NAV-tillväxt

Investment Case

SBB investerar i två typer av fastigheter som karaktäriseras av hög säkerhet i kassaflöden och lång löptid på hyreskontrakten. Dessa objekt 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.

Bolagsprofil

Stabil intäktsström

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

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 och NAV-expansion. I dagsläget har samhällsfastigheter en relativt hög yield om 4,5–5% vilket leder till ett attraktivt yieldgap för SBB som har bland de lägsta finansieringskostnaderna på börsen bland de noterade bolagen.

Ambitiösa finansiella mål

I samband med bolagets senaste kapitalmarknadsdag annonserade bolaget nya finansiella mål. Nedan följer de finansiella och operationella målen.

- Generera en tillväxt i förvaltningsresultat per stamaktie om minst 15% per år.
- Generera en intjäning från fastighetsutveckling om 2 000–2 500 mkr per år.
- Uppnå ett fastighetsbestånd om 300 mdkr år 2025 med en bibehållen BBB+-rating.

Utöver dessa finansiella och operationella mål ska SBB på lång sikt nå kreditbetyget A-.

Genom att skifta mål från fastighetsvärde till ett mål baserat på förvaltningsresultat per stamaktie adresserade SBB kritiken om att bolaget prioriterade att växa fastighetsvärdet istället för kapital hänförligt till stamaktieägare. De nya målen prioriterar stamaktieägaren och genom att växa förvaltningsresultatet kan bolaget, givet det höga yieldgapet, fortsätta att växa via nya fastighetsförvärv.

Vi bedömer sannolikheten som hög att SBB fortsätter att leverera på sina finansiella mål. Målen kommer att nås genom fortsatta förvärv och ett ökat tempo i fastighetsutvecklingen. Bolaget visar att man fortfarande, trots sin storlek, kan hitta intressanta affärer. Under slutet av Q2'20 förvärvades norska förskolefastigheter till ett värde av NOK 4 250 m. Fastigheterna hade ett hyresvärde om ca NOK 251 m och då kontrakten är "triple-net-avtal", kontrakt där underhålls- och driftskostnader faktureras direkt till hyresgästen, blir direktavkastningen ca 6%.

Sammanfattning

Stark NAV-tillväxt

Värdering

Vi baserar vår värdering på att SBB givet, en konstant kapitalstruktur och lika antal aktier, når sina finansiella mål, något man var tydlig med under kapitalmarknadsdagen. Substansvärdet kommer då att uppgå till ca 80 kr vilket, diskonterat till idag, med 6,5% ränta och hänsyn till historisk premie, blir 72 kr. En aspekt som belyser att det finns stora dolda världen i SBB är att bolagets byggrättsportfölj som är upptagen i balansräkningen till 3 400 mkr bedöms ha ett värde fullt utvecklat om 34 000 mkr vilket skulle motsvara ca 24 kr per aktie eller ett övervärde om ca 20 kr.

Denna metodik har stöd i vår värdering då vi värderar de tre olika intäktsströmmarna separat. Vi syftar här på bolagets bostadsfastighetsbestånd, samhällsfastighetsbestånd och fastighetsutveckling. Vi värderar bostadsfastighetsbeståndet på en multipel om 33x förvaltningsresultatet och samhällsfastigheterna på 25x. Detta ger ett värde på 46 kr på den förvaltande delen av bolaget vilket motsvarar en implicit yield om ca 3%. Vi anser att samhällsfastigheter och bostäder bör handla på en liknande yield givet de säkra kassaflödena. Det nya målet, relaterat till fastighetsutveckling, gör att vi höjer vår uppskattning av värdet för value-add-strategier till att generera 2,35 kr på årsbasis mot tidigare 1,55. Här höjer vi vår målmultipel till 10x, vilket ger ~23kr. Dessa två tillsammans med SBB:s ägande i JM, som vi värderar till ca 3 kr, ger ett värde om 72,5 kr vilket överensstämmer med metodiken ovan.

Motiverat värde

Resonemanget ovan gör att vi ser ett motiverat värde om 73–75 kr per aktie.

Kvartalet i detalj

SBB har under kvartalet varit aktivt på förvärvsmarknaden:

- I november såldes en portfölj inom statlig infrastruktur med ett värde på 10 mdkr till ett 50/50 JV med Kåpan.
- SBB har under kvartalet förvärvat 63% av Solon Eiendom ASA. Efter transaktionen kontrollerar SBB 83% av aktierna i bolaget. Aktierna i Solon såldes senare till ett JV-bolag mellan SBB och OBOS. I och med transaktionen blir Norges största bostadsutvecklare delägare i SBB vilket öppnar upp för en strategi att utveckla bostäder på den Norska marknaden.
- I december förvärvades en portfölj av norska förskolor för 4 580 MNOK. Portföljen genererar årligen hyresintäkter om 262 MNOK. I samband med förvärvet tecknades ett hyresavtal med operatören av förskolorna med på 25 år med en option att förlänga avtalet till 45 år.
- Bolaget har under inledningen av Q1'22 tvångsinlöst aktierna i bolaget Amasten vilket vi avhandlat i en tidigare rapport.
- Bolaget har förvärvat två bolag i Kalmar, KIFAB i Kalmar AB och HB Telemarken för 2 673 mkr. Förvärvet adderar ca 136 000 kvm och ett hyresvärde om 158 mkr.
- SBB har förvärvat Odalen fastigheter. Förvärvet förvärvades delvis med en riktad nyemission till kurs 70 kr. Affären tillför ett driftsnetto om ca 100 mkr och inkluderar 60 000 kvm social infrastruktur och 36 000 kvm byggrätter.

Vi bedömer att transaktionstempot hos SBB kommer vara något lägre under innevarande år. Huvudfokus kommer vara att konsolidera befintligt bestånd och accelerera projektutvecklingen.

Kommentar kring finansiering

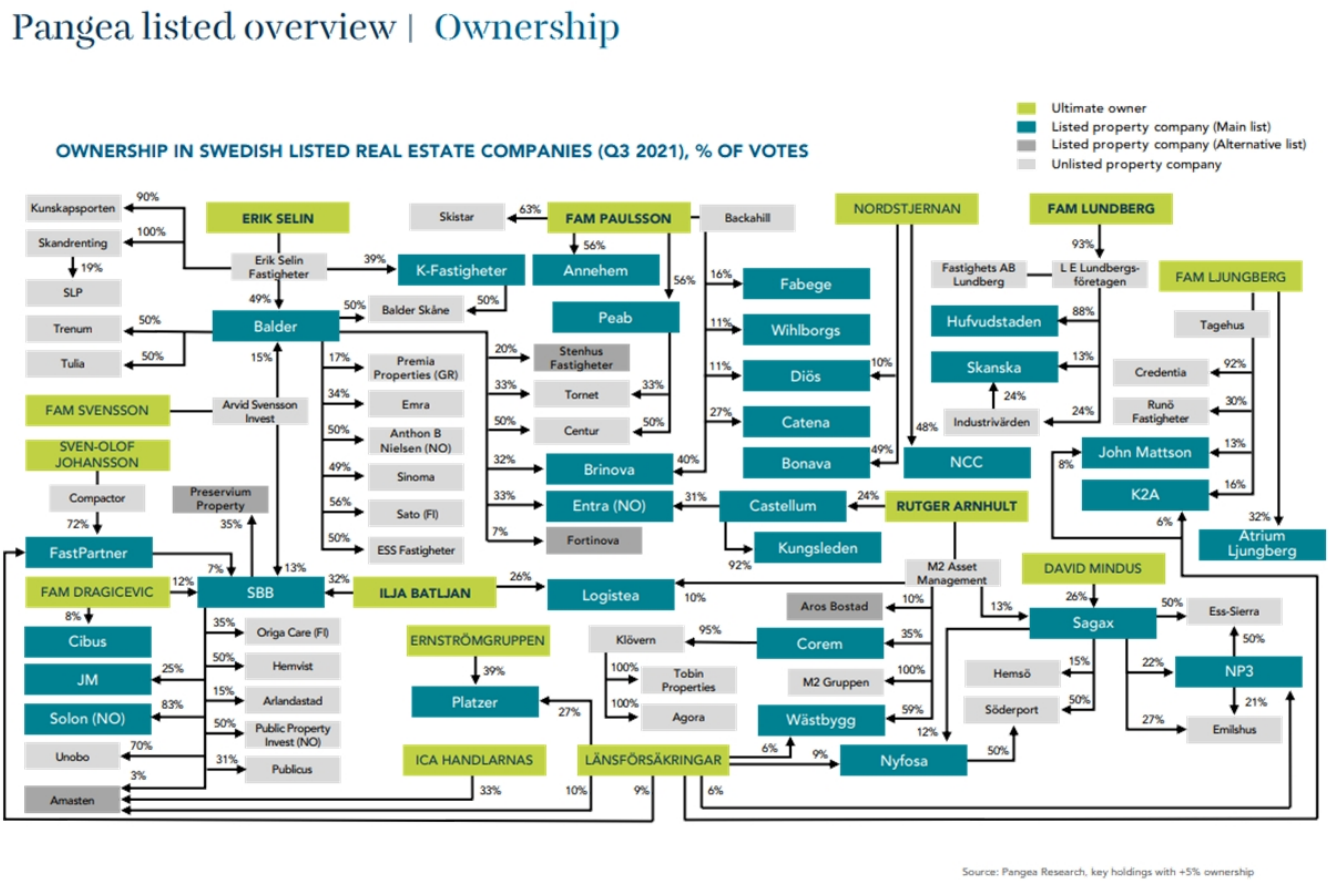
Vi bedömer SBB vara ett av de fastighetsbolag som kommer klara av att möta en ökad turbulens på räntemarknaden bäst. Av bolagets finansiering är en stor del knutet med fast ränta på långa löptider. Detta gör att risken för kortsiktigt höjda räntekostnader är låg. Under kvartalet har SBB emitterat obligationer med en ränta om EURIBOR+49 BPS. I dagsläget är 80% av kapitalet bundet med en fast ränta och långa löptider vilket gör att se ser bolaget som ett av de fastighetsbolag bäst förebrått för ett höjt ränteläge. Vid ett höjd räntelägre bedömer vi dessutom att hyresintäkterna kommer att indexeras upp med minst inflation.

SEK Obligationer					
Löptid	**ISIN**	**Volym**	**Återköpt av SBB**	**Förfallodatum**	**Ränte Sats**
2019-2023	XS2066041661	1	0	2023-02-01	1,01%+ STIBOR
2019-2022	XS2078676322	300	-	2022-03-11	0,85%+ STIBOR
2020-2025	XS2275409824	200	-	2025-12-18	1,17%+ STIBOR
2019-2022	XS2021634675	500	-50	2022-07-04	1,2%+ STIBOR
2019-2024	SE0012256741	500	-313	2024-02-14	3,3%+ STIBOR
2019-2023	XS2050862262	800	-80	2023-09-06	1,15%+ STIBOR
2020-2027	XS2111589219	600	-	2027-01-30	1,5%+ STIBOR
2019-2023	XS2000538699	200	-75	2023-05-22	1,4%+ STIBOR
2019-2023	XS2078737306	700	-25	2023-05-11	1,07%
2019-2024	SE0012313245	200	-148	2024-02-19	3,25% + STIBOR
2019-2025	XS1997252975	1100	-359	2025-01-14	1,9% + STIBOR
2021-2023	XS2290558282	1000	-20	2023-07-26	0,8% + STIBOR
2019-2022	XS2059787049	600	-110	2022-10-03	0,95% + STIBOR
2019-2023	SE0013042611	700	-379	2023-03-27	4,4% + STIBOR
2020-2024	SE0014965919	550	-223	2024-04-12	3,15% + STIBOR
2019-Hybrid	SE0013359148	1500	-	-	0,5 + STIBOR
2019-Hybrid	SE0013234531	575	-270	-	6,85%
2020-2023	XS2208267596	2	750	-2	738
EURO					
Löptid	**ISIN**	**Volym**	**Återköpt av SBB**	**Förfallodatum**	**Ränte Sats**
2020-2027	XS2114871945	750	-	2027-08-12	1,00%
2020-2040	XS2151934978	50	-	2040-04-03	2,75%
2019-2026	XS2049823680	500	-	2026-09-04	1,13%
2019-2025	XS1993969515	550	-3	2025-01-14	1,75%
2020-2028	XS2271332285	700	-	2028-12-14	0,75%
2021-2023	XS2293906199	600	-	2023-02-01	0,65% + EURIBOR
2021-2029	XS2346224806	950	-	2029-11-26	1,13%
2020-Hybrid	XS2272358024	500	-	Hybrid	2,63%
2020-Hybrid	XS2010032618	500	-	Hybrid	2,62%
2021-Hybrid	XS2010028186	500	-	Hybrid	2,88%
NOK					
Löptid	**ISIN**	**Volym**	**Återköpt av SBB**	**Förfallodatum**	**Ränte Sats**
2020-2023	XS2124186508	400	-	2023-02-24	0,72%+ NIBOR
2020-2025	XS2194790429	800	-	2025-06-26	1,99%+ NIBOR
2019-2024	XS2085870728	1000		2024-11-28	3,12%
2020-2023	XS2203994517	200	-	2023-07-14	0,15%+ NIBOR
2020-2025	XS2223676201	700	-	2025-08-27	1,65% + NIBOR

Kommentar kring transaktioner med närstående

SBB har under senare tid fått kritik för att bolaget gjort affärer med bolag eller personer som kan betraktas som närstående till bolaget. För att utreda denna kritik har vi studerat transaktionsrådgivaren Pangeas kartläggning över ägandet i den svenska fastighetssektorn. Vår slutsats är att transaktioner med närstående är mycket vanligt förekommande på den svenska marknaden. Vi bedömer således att kritiken grundas i att en utlänsk observatör inte har följt den svenska marknaden över tid.

Översikt korsägande i den svenska fastighetssektorn



Källa: Pangea Research

Finansiella mål

TARGETS

Objective

SBB's objective is to acquire, manage and develop properties that will create a high risk-adjusted return for its shareholders

Financial targets

Profit from property mgmt[1]		Income from property development	
Target	31 Dec 2020	Target	31 Dec 2020
>15% average annual growth over a 5-year period	✓ 40%	SEK 2,000-2,500m per year, on average over a 5-year period	✓ 2,224m

LTV		Secured LTV	
Target	31 Dec 2020	Target	31 Dec 2020
<50% adjusted debt/(adjusted debt + equity)	✓ 49.8%	<30%	✓ 10%

Rating		ICR	
Target	1 Mar 2021	Target	31 Dec 2020
BBB+ in the short term, A- in the long term	BBB- Positive	>3.0x	✓ 4.1x

Operational targets

Growth	
Target	31 Dec 2020
A property portfolio of SEK 300bn by 2026, with retained BBB+ rating	90.2bn

Vision 2030

Climate positive in the entire value chain by 2030

Refurbishment	
Target	31 Dec 2020
Renovate at least 600 apartments per year	✓ 695

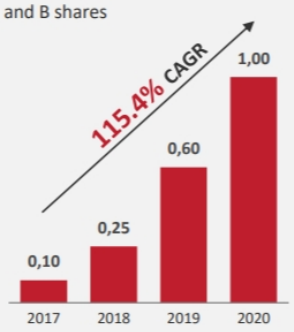
Dividend policy

Target

To generate a steadily increasing annual dividend.[1]

Historical development

Dividend per Class A and B shares



Company information, reported figures as of 31 December 2020 (Q4 2020)
Notes: [1] Per A and B ordinary share. Benchmarking period between 2016 and 2019, actual period between 2016 and 2020;

| 5

SBB kapitalmarknadsdag

Värdebrygga

ROAD TO SEK 300BN - ILLUSTRATION

Roadmap

Potential to build 15 000 apartments in next 5 years
SBB's building rights portfolio is 59,200 apartments. It is possible for SBB to build 15,000 apartments in the next 5 years

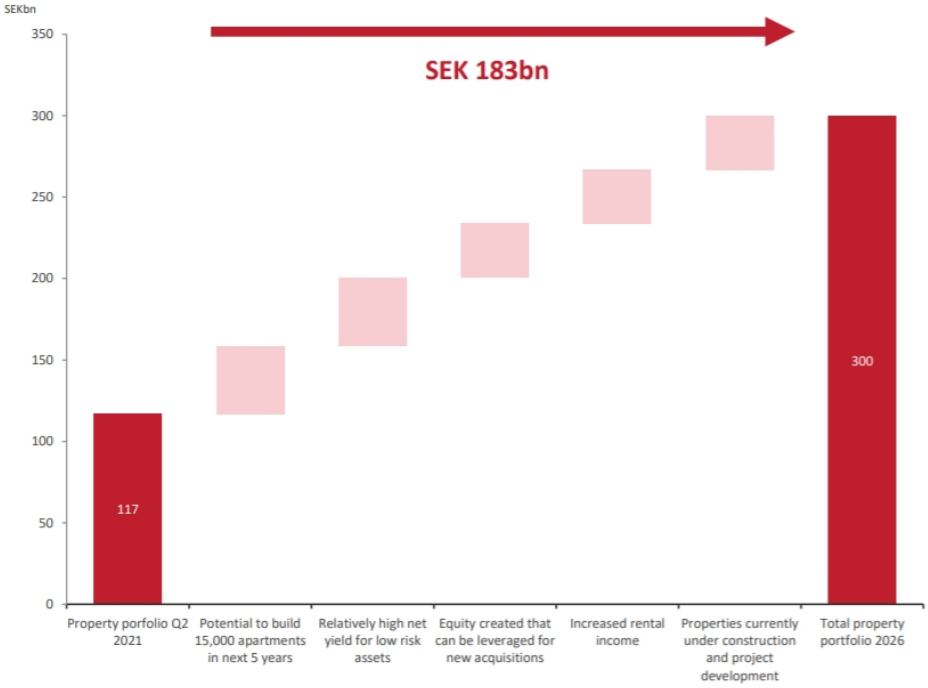
Relatively high net yield for low-risk assets
SBB's valuation yield for the portfolio of SEK 117bn was 4.34 % at the end of Q2 2021. That is probably more than 100 bps higher than the level transactions in the market are being done at

Equity created that can be leveraged for new acquisitions
With BBB+ rating and LTV below 50%

Increased rental income
SBB's rental income is mainly CPI-indexed. The company has historically delivered more than 100 bps over CPI in yearly increase in income

Properties currently in construction and project development
In Q2 2021 report on page 24 the company presented the NOI from Properties currently in construction and project development. Yield on cost is 4.9%-5.0%.

Road to SEK 300bn



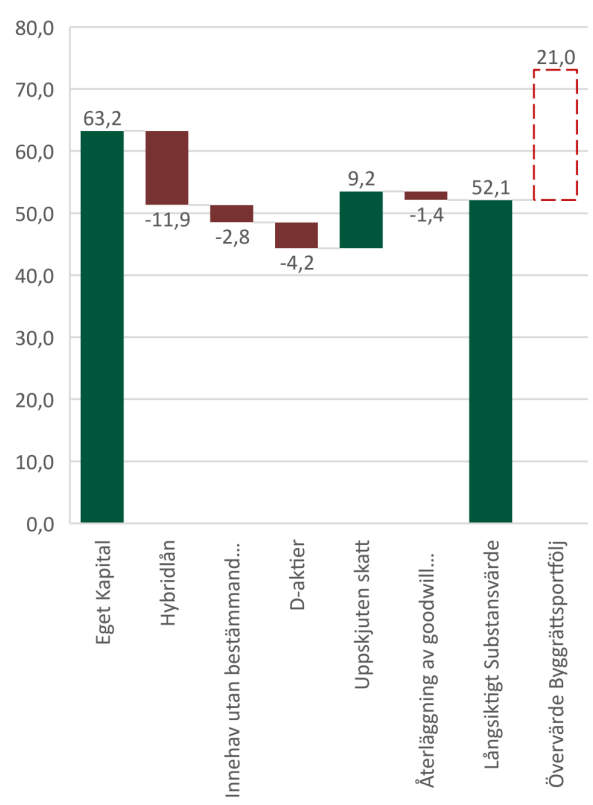
SBB kapitalmarknadsdag

Estimatförändringar

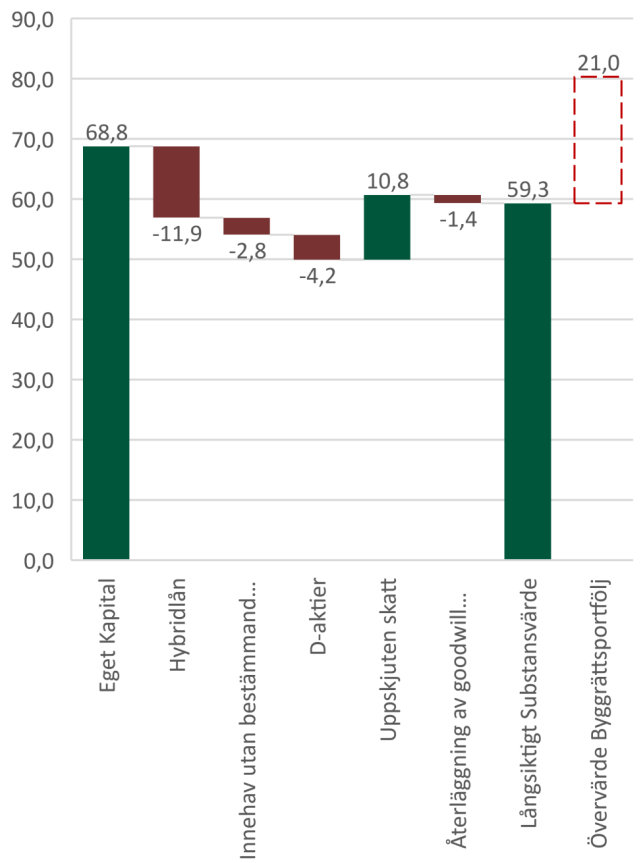
Vi höjer våra estimat för förvaltningsresultat marginellt med anledning av den starka siffran given i bolagets intjäningsförmåga samt tillträden under kvartalet. Vi höjer även våra estimat med i snitt 11% under prognosperioden baserat på given prognos.

Estimatförändringar			
	2022	2023	2024
Hyresintäkter Δ%	0%	1%	0%
Förvaltningsresultat Δ%	5,5%	7,0%	0,0%
EPRA-NAV Δ%	12%	11%	0%

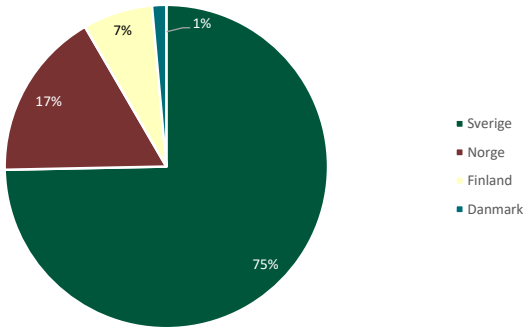
EPRA-NAV 2022



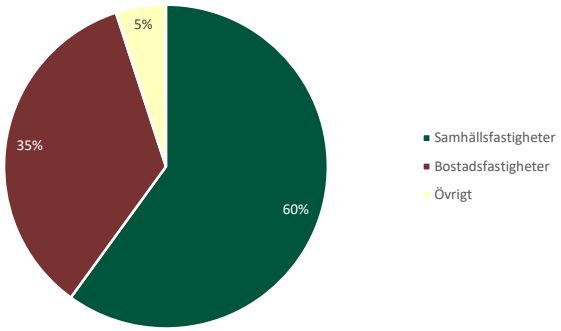
EPRA-NAV 2023



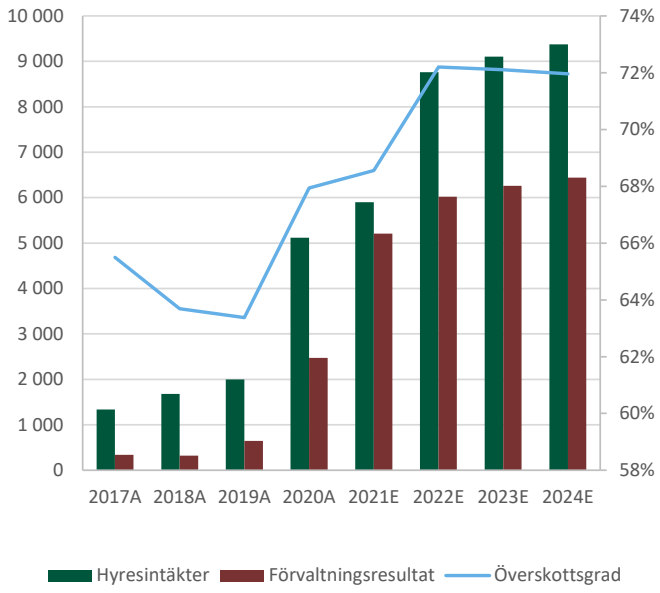
Geografi



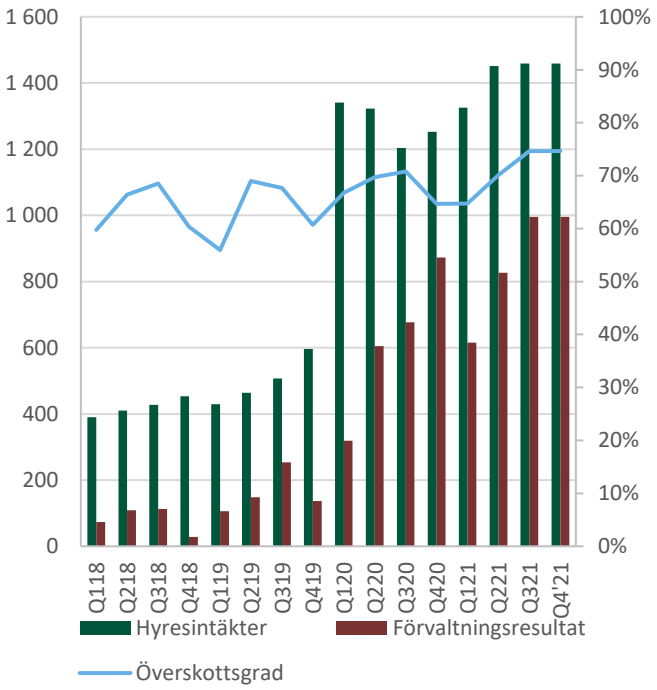
Segment



Hyresintäkter och förvaltningsresultat (y/y)



Hyresintäkter och förvaltningsresultat (q/q)



Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Ilija Batljan	31,5%	8,1%
Arvid Svensson Invest	12,7%	4,0%
Dragfast AB	12,2%	6,3%
Sven-Olof Johansson	7,2%	3,3%
Övriga	36,5%	78,3%
Ordförande		Lennart Schuss
Verkställande direktör		Ilija Batljan
Finansdirektör		Eva-Lotta Stridh
Investerarkontakt		Adrian Westman
Hemsida		https://corporate.sbbnorden.se/sv

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Hyresintäkter	1 339	1 680	1 996	5 121	5 930	8 759	9 103	9 377
Övriga intäkter	-	-	-	144	2 814	1 100	1 100	1 100
Övriga kostnader	-	-	-	-	-	-	-	-
Driftsnetto	**877**	**1 070**	**1 265**	**3 479**	**4 047**	**6 324**	**6 564**	**6 748**
Administrationskostnader	-76	-102	-219	-224	-376	-240	-240	-240
Finansnetto	-464	-660	-493	-925	-1 088	-1 164	-1 164	-1 164
Förvaltningsresultat	**337**	**321**	**645**	**2 474**	**5 397**	**6 020**	**6 259**	**6 443**
Värdeförändringar, fastigheter	2 797	1 575	2 453	8 542	21 833	6 618	6 618	6 618
Värdeförändringar, finansiella instrument	-4	8	39	-675	2 244	0	0	0
Extraordinära poster	0	0	0	0		0	0	0
Resultat före skatt	**3 131**	**1 903**	**3 137**	**10 341**	**29 474**	**12 638**	**12 877**	**13 061**
Betald skatt	-40	0	-34	-165	-247	-262	-267	-271
Uppskjuten skatt	-662	-214	-479	-1 092	-3 630	-2 357	-2 401	-2 435
Övrigt	0	0	0	0	252	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	**2 429**	**1 690**	**2 624**	**9 084**	**25 849**	**10 019**	**10 210**	**10 356**

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat Rapporterat	2 429	1 536	2 624	9 084	25 849	10 019	10 210	10 356
Icke kassaflödespåverkande poster	-2 069	-1 288	-1 961	-6 852	-25 849	-6 325	-6 281	-6 248
Förändringar i rörelsekapital	150	-409	8 799	-9 233	4 069	-482	-501	-516
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**510**	**-161**	**9 452**	**-7 001**	**4 069**	**3 212**	**3 427**	**3 593**
Investeringsverksamheten	-12 973	-2 249	-57 546	-3 782	-47 711	-5 200	-4 200	-2 850
Fritt Kassaflöde	**-12 966**	**-2 410**	**-48 094**	**-10 783**	**-43 642**	**-1 988**	**-773**	**743**
Utdelningar	-71	-186	-426	-853	-1 846	-2 272	-2 386	-2 457
Nyemission/återköp	3 502	2 385	15 770	13 136	0	0	0	0
Förvärv	128	-286	1 581	-1 607	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	8 993	561	43 871	877	38 000	0	0	0
Kassaflöde	-414	64	12 702	770	-3 784	-4 260	-3 159	-1 715
Icke kassaflödespåverkande poster	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoskuld (just)	**13 816**	**14 518**	**43 233**	**57 529**	**83 765**	**88 025**	**91 184**	**92 898**

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	0	6 319	6 066	6 066	6 066	6 066
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	687	687	687	687
Materiella anläggningstillgångar	23 001	25 242	79 542	90 185	149 335	159 953	169 571	178 689
Innehav i intresseföretag och aktier	0	0	0	0	16 373	17 573	18 773	19 373
Övriga anläggningstillgångar	132	898	9 918	7 389	9 391	9 670	11 303	11 303
Summa anläggningstillgångar	**23 132**	**26 140**	**89 460**	**103 893**	**181 852**	**193 949**	**206 400**	**216 118**
Kundfordringar	26	30	53	91	219	219	219	219
Övriga omsättningstillgångar	317	1 314	791	2 641	2 831	3 428	7 234	10 186
Likvida medel	93	157	13 899	13 606	9 837	5 577	2 418	704
Summa omsättningstillgångar	**436**	**1 501**	**14 743**	**16 338**	**12 887**	**9 224**	**9 872**	**11 109**
SUMMA TILLGÅNGAR	**23 569**	**27 640**	**104 203**	**120 231**	**194 739**	**203 173**	**216 272**	**227 227**
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	7 636	11 197	30 896	52 136	79 761	87 708	95 732	103 830
Minoritetsintressen	0	0	0	0	4 071	4 071	4 071	4 071
Summa Eget Kapital	**7 636**	**11 197**	**30 896**	**52 136**	**83 832**	**91 779**	**99 803**	**107 901**
Långfristiga finansiella skulder	12 537	12 496	45 793	46 658	73 893	73 893	73 893	73 893
Uppskjutna skatteskulder	863	1 047	6 237	7 172	10 517	12 874	15 275	17 710
Övriga långfristiga skulder	49	37	492	1 901	1 022	1 022	1 022	1 022
Summa Långfristiga skulder	**13 449**	**13 580**	**52 522**	**55 731**	**85 432**	**87 789**	**90 190**	**92 625**
Kortfristiga finansiella skulder	1 297	2 178	10 298	8 608	19 709	19 709	19 709	19 709
Leverantörsskulder	135	88	131	117	181	181	181	181
Skatteskulder	54	19	126	418	418	418	418	0
Övriga Kortfristiga skulder	998	578	10 230	3 221	5 167	3 297	5 971	6 811
Summa kortfristiga skulder	**2 484**	**2 863**	**20 785**	**12 364**	**25 475**	**23 605**	**26 279**	**26 701**
Summa Eget Kapital och skulder	**23 569**	**27 640**	**104 203**	**120 231**	**194 739**	**203 173**	**216 272**	**227 227**

Nyckeltal

Aktiedata

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Förvaltningsresultat/aktie	0,5	0,4	0,5	1,7	3,7	4,1	4,3	4,4
FCF/aktie	-17,6	-3,2	-38,2	-7,6	-30,6	-1,4	-0,5	0,5
Utdelning/aktie	0,1	0,3	0,6	1,0	1,3	1,3	1,3	1,4
EK/Aktie	8,7	11,9	12,7	17,7	43,0	48,5	54,1	59,6
EPRA-NAV/Aktie	9,7	11,6	19,7	23,9	45,0	52,1	59,3	66,6
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	737,9	756,0	1259,3	1425,1	1427,1	1451,1	1451,1	1451,1

Tillväxt och marginaler

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2023E
Hyrestillväxt		25%	19%	157%	15%	48%	4%	3%
Överskottsgrad	65%	64%	63%	68%	69%	72%	72%	72%
Tillväxt i förvaltningsresultat/Aktie		-7%	21%	239%	110%	14%	4%	3%
Tillväxt i EPRA-NAV/Aktie		20%	71%	21%	88%	16%	14%	12%

Lönsamhet

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2023E
ROE	32%	15%	8%	17%	28%	11%	10%	10%

Finansiell ställning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2023E
Nettoskuld, rapporterad	13 741	14 518	42 192	41 660	78 105	82 365	85 524	87 238
Skuldsättningsgrad	58%	53%	40%	35%	40%	41%	40%	38%
Räntetäckningsgrad	0,7x	0,5x	1,3x	2,7x	3,8x	5,2x	5,4x	5,5x

Kvartalsvis data

	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q4'21
Hyresintäkter	390	410	427	453	429	464	507	596	1 341	1 323	1 204	1253	1325	1451	1459	1695
Fastighetskostnader	-157	-138	-134	-180	-189	-144	-164	-234	-446	-401	-352	-433	-467	-433	-370	-613
Driftsnetto	**233**	**272**	**293**	**274**	**240**	**320**	**343**	**362**	**895**	**922**	**852**	**810**	**858**	**1018**	**1089**	**1082**
Administrationskostnader	-21	-22	-24	-35	-27	-24	-34	-134	-53	-41	-79	-54	-66	-163	-49	-52
Övriga kostnader/intäkter	0	0	3	12	0	38	-53	-35	9	-17	19	102	244	154	187	2183
Finansnetto	-138	-142	-160	-223	-107	-110	-108	-126	-514	-259	-115	15	461	640	-231	-253
Förvaltningsresultat	**73**	**109**	**113**	**28**	**106**	**148**	**254**	**137**	**319**	**605**	**677**	**873**	**615**	**827**	**995**	**2960**
Värdeförändringar, fastigheter, övrigt	78	427	404	672	243	563	212	1 317	1 376	147	3 446	3294	2502	6115	4692	10768
Resultat före skatt	**151**	**537**	**517**	**700**	**349**	**711**	**466**	**1 611**	**1 695**	**752**	**4 123**	**4199**	**3117**	**6942**	**5687**	**13728**
Skatt	-38	-132	-34	-9	-133	6	-62	-324	-323	471	-984	-849	-382	-384	-1 684	1 175
Nettoresultat Rapporterat	**113**	**405**	**482**	**691**	**216**	**717**	**404**	**1 287**	**1 372**	**1 223**	**3 139**	**3 350**	**2 735**	**6 558**	**4 003**	**12 553**

	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q4'21
Hyresintäkter (Tillväxt y/y)					10%	13%	19%	32%	213%	185%	137%	110%	-1%	10%	21%	35%
Förvaltningsresultat (Tillväxt y/y)					44%	101%	134%	21%	1045%	471%	357%	244%	349%	159%	64%	337%
Överskottsgrad	60%	66%	69%	60%	56%	69%	68%	61%	67%	70%	71%	65%	65%	70%	75%	64%

Känslighetstabell

		P/Långsiktigt substansvärde					
		1,17x	1,24x	1,30x	1,37x	1,43x	1,50x
	5,8%	69,39	73,04	76,88	80,73	84,76	89,00
	6,0%	68,57	72,18	75,98	79,78	83,77	87,96
	6,3%	67,77	71,34	75,09	78,84	82,79	86,93
WACC	6,5%	66,98	70,50	74,21	77,92	81,82	85,91
	6,8%	66,20	69,68	73,35	77,02	80,87	84,91
	7,0%	65,43	68,87	72,49	76,12	79,93	83,92
	7,3%	64,67	68,07	71,65	75,24	79,00	82,95

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 frånsäger 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

Motiverat värde och risk
Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån 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%.

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. 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 anställdas 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 be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment 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.
Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se