



Uppdragsanalys, 2018-02-16

ANALYSGUIDEN

MaxFastigheter



MaxFASTIGHETER

Mer uthyrt i Karlstadprojekt

MaxFastigheter är en av de lägst värderade fastighetsaktierna med cirka 30 procent substansrabatt. Men utväxlingseffekten på bolagets expansion har minskat. Vårt råd blir Öka (Köp) med riktkurs 30 kronor (32).

MaxFastigheter är ett relativt nybildat fastighetsbolag som har inriktat sig på högavkastande fastigheter primärt inom externhandel, men även kontor, samhälls- och logistik-användning. 74 procent ligger i regionstäder med tyngdpunkt i Eskilstuna, Västerås, Karlstad och Norrköping. Leos Lekland, Granngården, DollarStore, Burger King och Willys är de fem viktigaste hyresgästerna med långa hyresavtal. Bolaget fokuserar på lokal närvaro för att kunna ge hyresgästerna bästa service.

E-handeln växer men det sker främst inom segment som skor, kläder och böcker.

Bolaget växer nu via projekt där på kort sikt ett, och på längre sikt fem kontors-hus ska och kan byggas i Karlstad. Värdeökningen i färdigt skick kan bli cirka 160 miljoner kronor för samtliga fem hus om cirka fem år. Med en ökad uthyrning av hus 2 i Karlstad från 75 till 90 procent, går bolaget nu vidare med ytterligare 3 800 kvm i

en andra etapp. Därtill kommer ett handelsprojekt i Gävle för cirka 75 miljoner kronor, med en vinstpotential på cirka tio miljoner kronor.

MaxFastigheter finansierar sig via banklån till cirka 50 procent. Därutöver emitterade bolaget ett obligationslån på 200 miljoner kronor till 6,5 procent emitterat i september 2017. Snitträntan på bolagets låneportfölj har ökat till 3,5 procent vid ingången av 2018.

Fastighetsbeståndet genererar ett stabilt kassaflöde. Aktien handlas till p/e tio gånger bolagets resultat före värdeförändringar. Skillnaden mellan fastighetsportföljens direkt-avkastning och bolagets låneränta har minskat till 3,2 procent (3,9). Bolaget kan öka vinsten per aktie med 11 procent till mitten av 2019 genom sin planerade expansion. Eftersom utväxlingen blir lägre än vår tidigare bedömning sänker vi till Öka (Köp) med riktkurs på 30 kronor (32). Bolaget är dock på rätt spår, liksom tidigare. ■

NYCKELTAL

mnkr	2015	2016	2017	2018P	2019P
Hyresintäkter	31	60	90	133	176
Driftnetto	24	45	69	103	136
Resultat före skatt	124	92	54	62	86
Årets resultat	99	73	45	54	73
Resultat per aktie, kr			3.1	3.2	3.4
P/E-tal			8,3	8,7	8,2
Nettoskuld	225	485	806	1041	1158
Eget kapital	113	388	553	607	680

Källor: MaxFastigheter (utfall) och Jarl Securitas (prognoser).

Riktkurs: 30 kronor, ÖKA

Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securitas

KORTA FAKTA

Vd: Håkan Karlsson
 Styrelseordförande: Christer Sundin
 Största ägare: TTC Invest AB
 Börsvärde, mnkr: 404
 Lista: First North
 Aktuell börskurs, kronor: 27,7

BÖRSTEMPERATUR



Ledning
 Vd Håkan Karlsson och vice VD Fastighetschef Magnus Fält har varit verksamma i fastighetsbranschen i den mellansvenska regionen (Eskilstuna-Västerås plus ett par timmars bilresa) sedan 1998.



Ägare
 I likhet med bland annat Diös och NP3 har MaxFastigheters bestånd byggts upp med fastigheter och kapitalinsatser från ett antal privata lokala investerare inte sällan med erfarenhet från fastighetssektorn.



Finansiell ställning
 MaxFastigheter har omkring 58 procent belåningsgrad i sitt fastighetsbestånd. Räntetäckningsgraden är nästan tre gånger med befintligt bestånd.

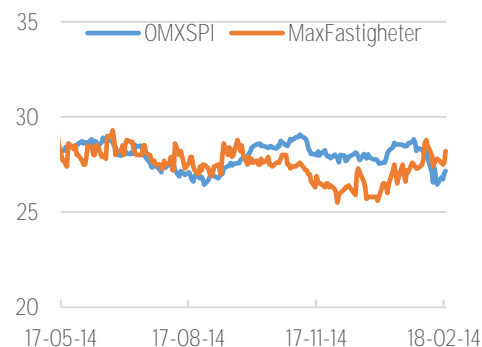


Potential
 MaxFastigheters aktie har fallit tillbaka och värderas nu med omkring 30 procent substansrabatt. Bolaget är en potentiell uppköpskandidat.



Risk
 Bolaget är litet och beroende av ett fåtal nyckelpersoner för den fortsatta utvecklingen av uthyrning, projekt kring fastigheterna samt förvärv. På kort sikt är den operationella risken med långa hyresavtal låg.

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (1-10)

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare (1-10)

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning (1-10)

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential (1-10)

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk (1-10)

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

MaxFastigheter startade 2013

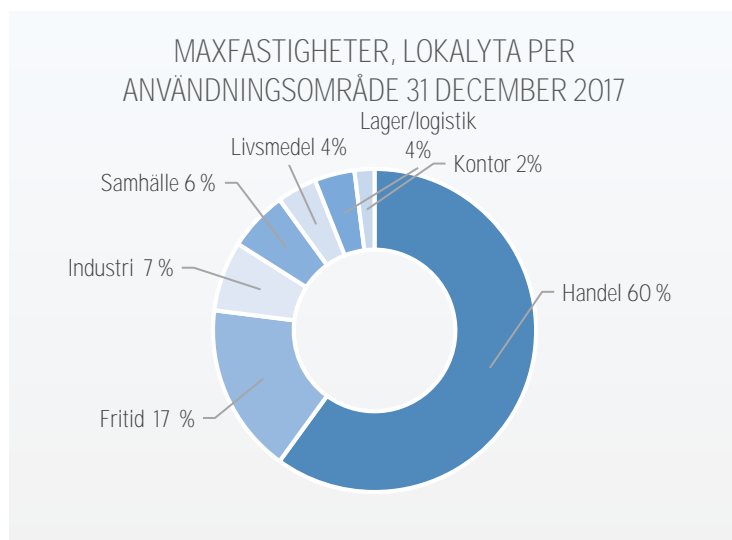
Bolaget startades 2013 när en mindre ägargrupp där nuvarande vd och vice Vd/Fastighetschef ingick började köpa handelsfastigheter med starka kassaflöden belägna i etablerade mikro-(handels)-lägen. Flertalet av dessa köp gjordes genom att kontakta ägare av fastigheterna och få dem att sälja till MaxFastigheter. På så sätt undvek bolaget att köpa fastigheterna i konkurrens med andra aktörer. En annan förklaring till de förmånliga köpen är att bolaget inriktade sig på segmentet mellan 20 och 120 miljoner kronor i marknadsvärde. Dessa objekt är normalt för stora för de lokala aktörerna och samtidigt för små för att intressera större fastighetsbolag och institutioner.

Bolaget fortsatte att expandera genom att ta in nya delägare parallellt med nya banklån. I maj/juni 2016 genomfördes en kapitalresning på netto 200 miljoner kronor (efter avgifter) där 175 nya aktieägare tillkom. Sedan juni 2016 är bolagets aktie noterat på Nasdaq OMX First North. Även om bolaget fortsätter att utvecklas väl så föll aktiekursen tillbaka efter introduktionen, men har nu stabiliserats. Aktien handlas idag med en substansrabatt på cirka 30 procent. Det kan jämföras med branschens genomsnitt där de börsnoterade fastighetsaktierna i genomsnitt handlas till en procents rabatt på sina substansvärden. Skillnaden inom denna grupp är dock stora, vilket vi återkommer till under värderingsavsnittet senare i denna rapport.

Fokus på handelsfastigheter från början

MaxFastigheter har under en relativt kort tid byggt upp en fastighetsportfölj som domineras av externhandel med 60 procent av de samlade hyresintäkterna, men har samtidigt minskat från 65 procent bara för ett kvartal sedan.

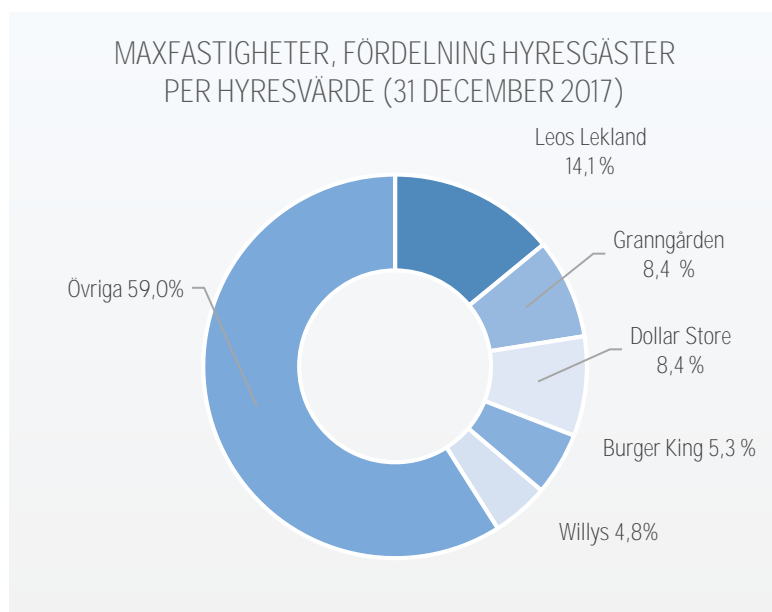
Ett par av ankarhyresgästerna är Leos Lekland och Dollarstore. I båda dessa fall har det funnits en extern byggtreprenör som byggt nya anläggningar åt respektive hyresgäst och sedan exklusivt sålt några av dessa fastigheter till MaxFastigheter. Övriga större hyresgäster som Burger King, Granngården och Willys med flera har däremot tillkommit via bolagets köp av fastigheter. Men bolagets inriktning omfattar också kontor- och logistikfastigheter, även om det än så länge utgör ett mindre inslag i portföljen och främst väntas öka i betydelse via projekt.



Handelsytor dominerar MaxFastigheters bestånd. Källa: Bolagets finansiella rapporter.

Sammanlagt omfattar bolagets fastighetsportfölj cirka 126 000 kvadratmeter uthyrbar yta fördelat på 32 fastigheter i 19 städer eller orter. Det betyder att enheterna är små, i genomsnitt endast drygt hälften av de börsnoterade bolagens objektstorlek och ännu mindre än de institutionella fastighetsbolagens typiskt sett större förvaltningsenheter.

Under fjärde kvartalet 2017 tillträdde bolaget sex fastigheter i MellanSverige (inräknat Dalarna och Gästrikland) för en total köpeskilling om knappt 70 miljoner kronor. Det motsvarade ett tillskott till nuvarande fastighetsportfölj på drygt 6 procent. Den 29 december 2017 förvärvade bolaget en kommersiell fastighet i Västerås (i Hällaområdet) för 94 miljoner kronor motsvarande en direktavkastning om 8,5 procent. Denna fastighet är till cirka 70 procent uthyrd till fritidsrelaterad verksamhet.



Leos Lekland och Grangården är de två största hyresgästerna i MaxFastigheters bestånd sett till hyresintäkterna. Källa: Bolagets finansiella presentationer.

Hyreskontraktet är normalt litet längre (genomsnitt på 4,5 års löptid i per 31 december 2017). Mycket av fastigheternas drift åligger hyresgästerna genom reglering i hyresavtalen. Det förklarar den höga överskottsgraden på 79 procent som MaxFastigheter kan stoltsera med och som ligger bland de absolut högsta i fastighetssektorn. Ett av få börsnoterade bolag som har ännu längre hyreskontrakt är Sagax, vars inriktning dock är industri- och lagerlokaler (här låg den genomsnittliga längden på hyreskontraktet på 6,6 år per 31 december 2017. Flertalet börsnoterade bolag har kortare löptider på sina hyreskontrakt ofta i paritet med eller strax under den genomsnittliga hyreskontraktslängden som i Sverige är tre år.

Normalt ligger inte fastighetsbolag över 70 procent överskottsgrad (driftnetto dividerat med hyresintäkter), ens för industri- och logistikfastigheter. Detta givet att det handlar om "normala" hyreskontrakt och den gränslista för drift och underhållsansvar som detta innebär. All eller nästan all media-förbrukning (värme, vatten, el etcetera.) måste då debiteras vidare till hyresgästerna enligt särskilda klausuler i hyreskontrakten.

DollarStore är ett högklassigt lågprisvaruhus och har ofta en ganska hög andel av inköpen från den lokala befolkningen speciellt på mindre orter. Kontakterna här är centraliserad till en nyckelperson, vilket ger potential att identifiera hyresgästens önskemål om nya etableringslägen i andra städer.

Burger King har normalt långa hyreskontrakt (i vissa fall mer än tio år) till förhållandevis höga hyresnivåer, vilket dock bottnar i en bra försäljning per butiksyta.

Bolagets fastighetsegment

MaxFastigheters fastighetsbestånd kan delas upp i några olika kategorier.

Externhandel

Detta är bolagets dominerande segment. En typisk anläggning är den i Eskilstuna (Folkesta) med Willys som dominerande hyresgäst men med ett antal andra butiker vid sidan av (till exempel kläder, husgeråd eller annat). Granngården och Burger King men även Leos Lekland och DollarStore brukar ha egna fristående anläggningar utan några andra hyresgäster.

Av strategiska skäl (risk för negativa effekter till följd av e-handeln) har bolaget velat undvika att förvärva gallerior. En sådan belägen i Hälla i Västerås östra utkanter ingick dock i en tidigare paketaffär med Eurocommercial. Genomsnittshyran i denna fastighet (Köpmannen 7) är högst i hela beståndet med drygt 1 500 kronor per kvadratmeter och år. Siffran dras upp av några enskilda hyreskontrakt med exempelvis en guldsmedsbutik och en röntgenavdelning i fastigheten Köpmannen 7.



Bild från bolagets fastighet Torlunda 1:276 i Eskilstuna. Fastigheten köptes från ett danskt K/S-selskap. Källa: Bolagets finansiella presentationer.

Kontor

Detta segment utgör än så länge endast två procent av bolagets samlade bestånd men väntas växa väsentligt när den första etappen av kontorsprojektet kvarteret Fanfaren i Karlstad (Hus 2) färdigställs hösten 2018.

Samhällsfastigheter

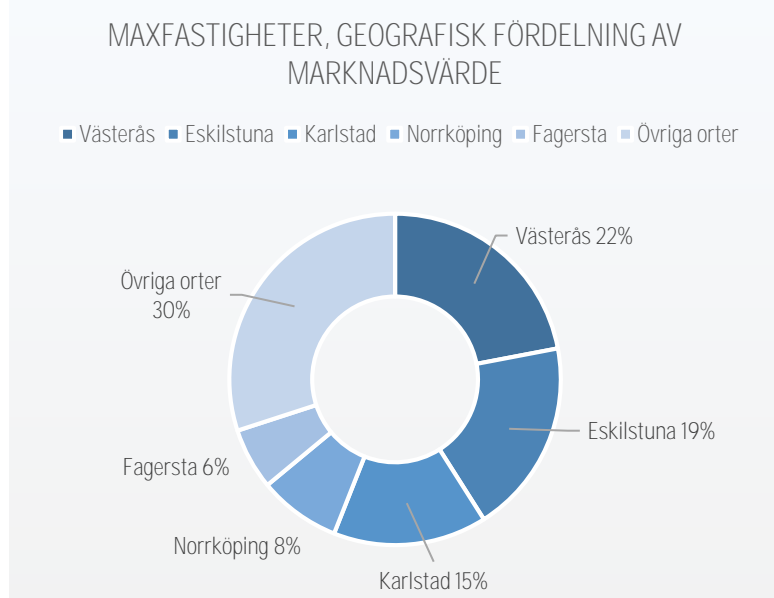
I centrala Fagersta äger MaxFastigheter en äldre samhällsfastighet. Utöver befintlig uthyrning finns tänkbara utvecklingsalternativ vilka är intressanta för landstinget, kommunen och svenska kyrkan. Idag finns vissa vakanser som återstår att fylla upp.

Lager och logistik

Lagerlokaler hyrs idag av några av bolagets hyresgäster. I samband med nyetablering från någon hyresgästs sida är MaxFastigheters ambition att bygga logistikfastigheter i för hyresgästen intressanta lägen.

Köper i den mellansvenska regionen

MaxFastigheter fokuserar geografiskt på att expandera inom ett bälte från Mälardalen (Uppsala-Eskilstuna-Västerås) bort till Karlstad. Söderut är det från Norrköping, och västerut som gäller. Norrut har bolaget några mindre innehav i bland annat Borlänge, Sandviken och Sundsvall. I det senare fallet berodde det på en paketaffär med tre fastigheter inblandade.



Fyra regionstäder med Eskilstuna och Västerås i spetsen dominerar MaxFastigheters fastighetsportfölj. Källa: Bolagets finansiella rapporter.

MaxFastigheter har en geografiskt spridd fastighetsportfölj i mellersta Sverige (från Norrköping i söder till Sundsvall i norr). Sju av de orter där bolaget är närvarande är regionstäder (Eskilstuna, Västerås, Norrköping, Karlstad, Uppsala, Gävle och Sundsvall) med en 74 procentig andel av bolagets totala fastighetsvärde per 31 december 2017.

Företagsledningen (vd och vvd/Fastighetschef) har jobbat i Eskilstuna- och Västeråsregionerna inom fastighetsbranschen sedan 1998, men även haft uppdrag inom två till tre timmars bilresa därifrån. Motsvarande princip gäller nu för bolagets fastighetsbestånd som idag sträcker sig från Eskilstuna i öster till Karlstad i väster och med Gävle som gräns norr (undantaget Sundsvallsfastigheten) samt Linköping som gräns i sydväst. Detta är viktigt mot bakgrund av att bolaget har etablerat ett kontaktnät av hyresgäster, lokalmäklare, byggare samt fastighetsskötare på dessa orter och städer. Det viktigaste som måste fungera väl är givetvis uthyrningen av lokaler.

Bolaget har satt upp ganska strikta kriterier för köp av fastigheterna, som krav på minst 7 procent direktavkastning, 75 procent överskottsgrad samt minst 92 procent uthyrningsgrad. Externhandel kom att möta dessa krav, i en tid när de större bolagen och aktörerna ofta ratade segmentet mot bakgrund av farhågor för e-handelns tillväxt etcetera. Men även storleksmässigt stämde det bra, då MaxFastigheter inriktade sig på ett mellansegment minskade konkurrensen om objekten.

När nya tillväxtmål sattes upp av bolaget 2016 så blev det att expandera fastighetsportfölj till minst en miljard kronor inom ett år samt till minst två miljarder kronor inom tre år. I samband med det breddade bolaget sina investerarkriterier mot kontors, lager och logistikfastigheter. De pressade avkastningskraven gör det inte längre möjligt för bolaget att köpa vad de önskar förvärva i regionstäderna. Här får bolaget istället expandera portföljen via byggprojekt åt befintliga eller nya hyresgäster. Givet att minst 90 procent av fastighetsportföljen ska återfinnas i regionstäder, finns det inte utrymme för särskilt många förvärv på mindre orter.

Förvaltning

De dagliga förvaltningsrutinerna sköts av Fastighetschefen och/eller en förvaltningsansvarig. Organisationen är liten, endast totalt sex anställda på huvudkontoret i Torshälla (Eskilstuna).

Hyresgästkontakterna sköter MaxFastigheter normalt via etableringschefer hos handels- och övriga hyresgäster. Med de långa hyreskontrakten blir det relativt få uppsägningar och omförhandlingar inom fastighetsportföljen. Fastighetschefen och den förvaltningsansvarige bevakar dock hyresgästlistan och säger upp hyresavtalet för omförhandling om de anser att nuvarande hyra understiger den marknadsmässiga nivån. Under det senaste året har bolaget på så sätt i några fall lyckats höja hyresnivån med mellan 100 och 200 kronor per kvadratmeter och år. Detta relaterat till en portfölj där genomsnittshyran ligger på 807 kronor per kvadratmeter och år och där enskilda hyreskontrakt i några enstaka fall (Hälla i Västerås) ligger på nivån 3 000 kronor per kvm och år och uppåt. Nivån omkring eller strax över 900 – 1 000 kronor är dock den representativa för fastighetsportföljen som helhet.

Expanderar nu via byggprojekt

Bolaget utvecklar ett stort kontorsprojekt i Karlstad. Här har bolaget möjlighet att bygga fem kontorshus i kvarteret Fanfaren (precis vid avfarten från motorvägsinfarten in mot centrum). Totalt kan det bli 55 000 kvadratmeter BTA kontor kompletterat med servicefunktioner i färdigställt skick. Av detta har bolaget idag bygglov för 20 000 kvadratmeter BTA kontor i hus 1, 2 och 5. I första steget satsar de på att färdigställa Hus 2 på 5 200 kvadratmeter, där 90 procent nu är uthyrt i förväg. Inklusivt etapp 2 blir det om en investering på 190 miljoner kronor och totalt 9 000 kvadratmeter uthyrbara lokaler. Fastighetsägaren kommer att lägga mediaförbrukning på hyresgästerna via undermätare och endast stå för fastighetsskötseln.

Produktionskostnaden för det första kontorshuset ligger på cirka 120 miljoner kronor och väntas ge omkring 7,2 procent direktavkastning på detta värde. En förhandsvärdering av kontorshus 2 i Karlstad från NAI Svefa har gjorts där ett anskaffningsvärde på motsvarande 7,25 procent direktavkastning i färdigställt skick skulle gå att avyttra till externa investerare för 6,25 procent direktavkastning. Det kan översättas i en potentiell värdeökning om cirka 18 miljoner kronor för bolagets del i etapp I och cirka 160 miljoner kronor om och när samtliga fem kontorshus i Karlstad väl är färdigställda till en produktionskostnad av omkring en miljard kronor. Det sistnämnda är inte helt självklart, bland annat eftersom konjunkturen sannolikt har vänt inom fem år.

Projektet Fanfaren 0, Karlstad.



Illustration över ett färdigt hus 2 i Tingvalla, Karlstad (kv.Fanfaren) samt därunder en karta som visar läget i Karlstad vid motorvägsavfarten. Centrum ligger snett ner till höger i bild. Källa: Bolagets presentationsmaterial.

I Hemlingby (södra Gävle) ska MaxFastigheter bygga 6 300 kvadratmeter handel för 75 miljoner kronor, vilket motsvarar 8,2 procent direktavkastning i färdigställt skick. Indikativt kan detta projekt handla om tio miljoner kronor i vinst på projektet vid full uthyrning.

Bolaget tittar även på logistikprojekt, förutsatt att de hittar en hyresgäst att etablera åt samt mark att bygga på. Logistikhyresavtal har ofta tioåriga löptider och är därmed intressanta för att förbättra profilen på bolagets fastighetsportfölj.

Konkurrens

Den svenska fastighetsmarknaden består av ett stort antal aktörer. Ett 30-tal större välkapitaliserade bolag konkurrerar om de större objekten och portföljerna. I det segment som MaxFastigheter verkar möter de istället främst lokala aktörer samt (antagligen) i några enstaka fall andra börsnoterade bolag. Men än så länge köper inte bolaget särskilt stora enheter, där bolag som till exempel Hemfosa eller Klöver skulle kunna dyka upp.

I värdekedjan börjar nu MaxFastigheter klättra uppåt i och med att de har tillgång till kapital- och därmed obligationslånemarknaden, vilket de redan har börjat utnyttja. De svenska och nordiska bankerna har gradvis börjat strama åt belåningen till den svenska fastighetssektorn. Det gäller dock mer för nyproduktion av bostäder än för kommersiella lokaler där efterfrågan är mycket starkare. Däremot brukar bankerna sänka sina belåningsgrader för objekt på mindre orter och även i viss mån för externhandelsfastigheter. Avkastningskraven på mer perifera objekt pressas uppåt när ägarna behöver tillskjuta en större andel eget kapital.

Frågan är om MaxFastigheter hinner expandera tillräckligt snabbt för att inte "sugas upp" av något annat större noterat fastighetsbolag som vill nå stordrifts- och värderingsfördelar med ett sådant förvärv. Vi bedömer att det dock inte finns någon omedelbar köpare av bolaget om vi ser om typ av lokaler och geografi.

Värdet att vara lokalt förankrad är mycket stort i fastighetsbranschen. Att ha en spridd fastighetsportfölj utan lokal förankring är rent av riskabelt, inte minst eftersom vakanserna riskerar att öka. MaxFastigheter är lokalt förankrade i Eskilstuna och Västerås och gentemot sina nyckelhyresgäster. Däremot är bolaget en liten spelare i absoluta tal (i Sverige) men även lokalt på flertalet orter där de är verksamma. I Västerås, Karlstad och Norrköping är exempelvis Klöver en stark aktör.

Ledande befattningshavare

Styrelseordförande

Christer Sundin, född 1949. Christer har tidigare varit vd för Diös och hoppade på uppdraget för att MaxFastigheters inriktning påminde om tidigare Diös. Christer har ett tiotal styrelseuppdrag där ett av de mer välkända bolagen är Östersundshem. Han äger 67 200 aktier i bolaget.

Vd

Håkan Karlsson, född 1972. Grundare av bolaget tillsammans med bland andra Magnus Fält. Håkan var tidigare ekonomichef i bolaget och har en yrkesmässig bakgrund som ekonomichef och controller. Håkan har ett tiotal externa styrelseuppdrag.

Vice Vd/Fastighetschef

Magnus Fält, född 1964 Magnus var med och grundade bolaget 2013 och är dess Fastighetschef sedan 2016. Magnus har tidigare på konsultbasis varit enhetschef på de börsnoterade fastighetsbolagen Klöver och Dagon. Magnus har ett tiotal externa styrelseuppdrag.

DE TIO STÖRSTA STAMAKTIEÄGARNA 2017-12-31

Ägare	Kapital och röster, %
TTC Invest AB	13,1
Danica Pension	5,2
Axagon AB	4,5
Relico Invest AB	3,5
Nordnet Pensionsförsäkring (PB)	3,0
EkoFast Invest AB	2,9
Willest Invest AB	2,7
Avanza Pension (PB)	2,6
Haslem Invest AB	2,1
Ryds Glas Sverige AB	2,1

Källa: Bolagets finansiella rapporter.

Största ägaren **TTC Invest** är kopplat till en framgångsrik bilhandlare.

EkoFast Invest är sjätte största enskilda ägare och kontrolleras av grundarna tillika dagens företagsledning (Håkan Karlsson och Magnus Fält).

Risker

Det finns ett antal risker kring bolagets verksamhet som redovisas nedan.

Förvärvsdriven tillväxt

Bolaget har byggt upp en fastighetsportfölj på en miljard kronor som ska växa till cirka två miljarder kronor bland annat genom fortsatta förvärv. Historiskt har bolagets fastighetsköp kunnat göras till en attraktiv avkastning. Efter många år med låga räntor har avkastningskraven på svenska fastigheter med få undantag sjunkit till historiskt låga nivåer. Detta försvårar fortsatta förvärv och speciellt i regionstäder.

Fastighetsköpen är dessutom förknippad med tekniska risker vilket kan medföra ett större investerings- och underhållsbehov än bedömt vid tillträdet. En annan risk är att viktiga hyresgäster kan flytta ut, vilket i så fall avsevärt skulle försämra fastigheternas driftnetto. Den sistnämnda risken är generell under förvaltningstiden och som förvärvsrisk främst kopplad till om bolaget betalar för ett driftnetto som sedan försvinner.

Fastigheternas beroende av hyresgästernas betalningsförmåga

Som alla fastighetsbolag är MaxFastigheter beroende av att hyresgästerna fullgör sina hyresbetalningar. Det beror på hur hyresgästernas verksamhet utvecklas, både allmänt samt i förhållande till deras konkurrenter.

Verksamheten i dessa fastigheter och möjligheten att hyra ut lokalerna beror i viss utsträckning även på lokalernas skick och standard.

Efterfrågan påverkar hyresnivån som hyresgästen är villig att betala, även om det först sker när de långa hyresavtalen löper ut och/eller ska omförhandlas. Bolagets större hyresgäster är Leos Lekland, Granngården, Dollarstore, Burger King och Willys. Andra exempel är ByggMax, KappAhl, Stadium, Lindex, Rusta, Elgiganten och Guldfynd. Huvuddelen av dessa hyresgäster är butikskedjor som inriktar sig mot konsument. Några av hyresgästerna kan potentiellt pressas av en ökad andel e-handel, fritid och matsegmenten behöver knappast oroa sig över det.

Beroende av nyckelpersoner

MaxFastigheters organisation är liten och beroende av ett fåtal personer vad gäller genomförandet av uthyrningar, byggprojekt, fastighetsförvärv, finansieringar mm. Speciellt nuvarande vd och fastighetschef har kontakter med nyckelhyresgäster och andra parter i de viktigare orterna med tyngdpunkt i Eskilstuna och Västerås.

Hög räntekänslighet

Investeringar i fastigheter är räntekänsliga, då dessa är kapitalkrävande och därmed lämpar sig väl för belåning. Tillgången och priset på kapital styrs av bankerna liksom av kapitalmarknadens villkor i övrigt samt av osäkerhetsfaktorer kopplad till fastighetssektorn och omvärlden i stort. Likaså av regleringar som från tid till annan kan påföras bankerna och/eller fastighetsbolagen och därmed påverka räntenivån och kostnaden för att anskaffa kapital. Även priset för fastigheterna vid en försäljning är avhängigt rådande avkastningskrav.

MaxFastigheter har en räntetäckningsgrad på knappt tre gånger och skulle klara 9,9 procent ränta innan förvaltningsresultatet skulle bli negativt. Bolaget strävar också efter att öka kapitalbindningen som har höjts till 2,0 ggr per 31 december 2017, jämfört med 1,6 ggr sex månader tidigare.

Ändrade skatteregler avseende ränteavdrag

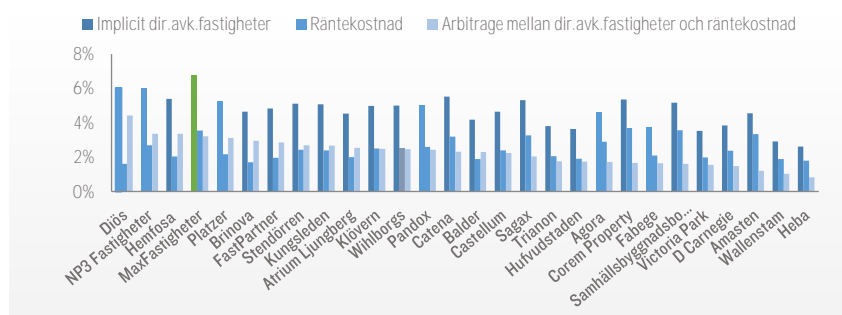
I juni 2017 föreslogs begränsningar i bolags avdragsmöjligheter för räntekostnader. Speciellt om räntenivån skulle stiga, drabbar det fastighetsbolag eftersom motsvarande skattekompensation då inte längre kan erhållas. MaxFastigheter faller med sin belåningsgrad på 58 procent inom denna kategori.

Investment Case

Fjärde bästa arbitraget i fastighetssektorn

Det finns idag närmare 30 noterade fastighetsförvaltningsbolag på Stockholmsbörsen olika listor, där vi har sammanställt nyckeltalen för 28 av dessa företag. I nedanstående graf har vi jämfört den implicita direktavkastningen för respektive bolags fastighetsbestånd (härlett via aktiekursen) med bolagens genomsnittliga låneränta. Mellanskillnaden utgör ett arbitrage som ger en bild av vilka bolag som normalt bör få bäst betalt för att förvärva ytterligare fastigheter och därmed kunna öka intjäningsförmåga räknat efter räntekostnader men före värdeförändringar på fastigheterna. Här placerar sig Diös i topp, följt av NP3 Fastigheter, Hemfosa, MaxFastigheter och Platzer. I MaxFastigheters fall är skillnaden cirka 3,2 procent (tidigare 3,9 procent), där skillnaden bland annat beror på att en obligationsfinansiering om 200 miljoner kronor har tagits upp. Bolagets aktie har fallit två placeringar från andra till fjärde plats i denna kategoriranking jämfört med vår senaste avstämning den 17 november 2017, men ligger fortfarande bra till.

Samtliga fem bolag i toppen av denna ranking har hela eller större delen av sina fastighetsportföljer belägna utanför Stockholmsregionen. Avkastningskravet är genomgående högre utanför Stor-Stockholm. Bostäder har de lägsta avkastningskraven, medan industri- och logistiklokaler har de högsta. Handelsfastigheter placerar sig närmast därunder och speciellt i de lägen där MaxFastigheters bestånd ligger.



Kursavstämning i ovanstående diagram är per 15 februari 2018.

Börsens värdering av bolagets fastigheter

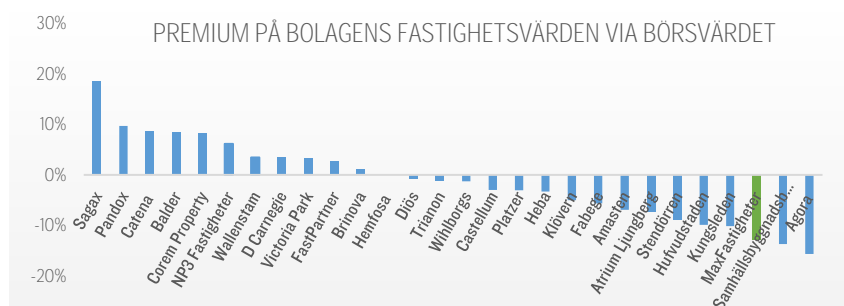
I denna rankingmodell har vi räknat ut hur mycket bolagens fastigheter implicit värderas till givet aktuellt börsvärde. Därefter har vi jämfört detta implicita fastighetsvärde med det faktiskt bokförda fastighetsvärdet (som ska motsvara marknadsvärdering) i respektive koncerns balansräkning.

Vi har räknat substansvärdet som bokfört eget kapital plus 55 procent av uppskjuten skatteskuld (som normalt i sin tur är 22 procent på övervärdena lika med den latent reavinsten).

I denna kategori placerar sig Sagax och Pandox överst med 18 respektive 10 procent implicit premie på sina fastighetsbestånd jämfört med de bokförda värdena. MaxFastigheter hamnar i den andra, nedre änden (trea från slutet) med 13 procent implicit rabatt på fastigheternas marknadsvärden handlade indirekt via börskursen.

I genomsnitt handlas de börsnoterade bolagens fastighetsportföljer 1 procent lägre än sina bokförda värden idag (dvs inte längre någon premie). För drygt ett år sedan handlades fastighetsbolagens fastigheter i genomsnitt till 14 procent implicit premie mot de bokförda värdena. Skillnaden är att betydande värdeökningar har lagts in i bolagens balansräkningar sedan dess, kombinerat med en ökad tro på högre avkastningskrav speciellt för den typ av fastigheter som MaxFastigheter äger (geografiskt och typmässigt), men även högre avkastningskrav på fastigheter generellt till följd av ett högre ränteläge. Här skiljer sig börsen och fastighetsvärderarna numera åt i ökad utsträckning (!)

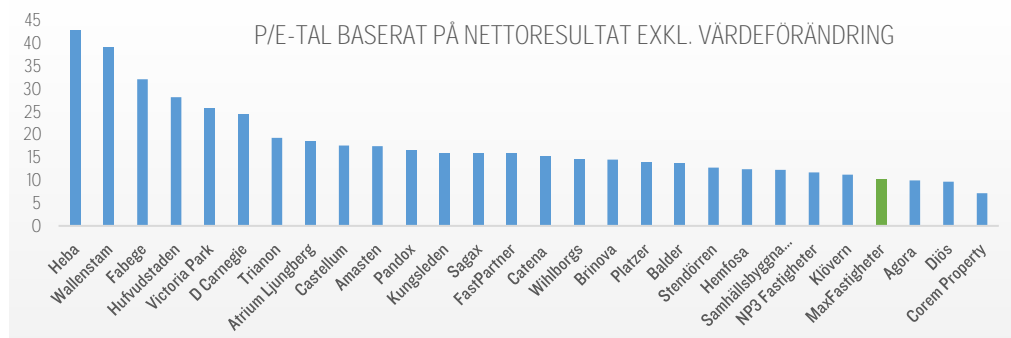
13 procent rabatt på fastigheterna med aktuell belåningsgrad i MaxFastigheter motsvarar 30 procent rabatt på aktiens substansvärde. Med bolagets egen substansdefinition (EPRA NAV utan skatteavdrag) blir det istället 33 procent substansrabatt. Den implicita direktavkastningen på MaxFastigheters bestånd sätter börsen till 6,8 procent (inräknat centrala administrationskostnader). Som jämförelse ligger Diös och NP3 Fastigheter på vardera 6,0 procent, medan Kungsleden och Stendörren hamnar på 5,1 procent implicit direktavkastning på sina fastigheter. I åtminstone NP3 och Stendörren handlar det om ganska jämförbara fastighetstyper, om än delvis annan geografi. De centrala administrationskostnaderna belastar relativt hårdare på mindre bolag som exempelvis Amasten och MaxFastigheter vid en sådan här jämförelse.



Kursavstämning i ovanstående diagram är per 15 februari 2018.

Ranking efter intjäningsförmåga

Nedanstående graf visar en sammanställning av 28 börsnoterade svenska fastighetsbolag rankade på intjäningsförmågan (driftnetto minus centrala administrationskostnader och räntenetto efter schablonskatt, men exklusive värdeförändringar på fastigheterna). Här framgår det att Corem med p/e-tal om sju gånger för närvarande är lägst värderad i denna kategori. Närmast före Corem placerar sig Diös, Agora, MaxFastigheter och Klöver. Av dessa ligger NP3 och Diös i toppen av den tidigare presenterade högarbitrage-ligan och med fokus på relativt högavkastande landsortsfastigheter. Dyrast mätt på p/e-tal är genomgående bostadsägande bolag och speciellt de med bestånd i Stockholm och Göteborg (Heba och Wallenstam).



Kursavstämning i ovanstående diagram är per 15 februari 2018.

Sammanvägt framstår MaxFastigheter som en av de lägst värderade fastighetsaktierna på Stockholmsbörsen. Förutom det låga börsvärdet som gör att institutionella investerare än så länge lyser med sin frånvaro, hittar vi inga rationella anledningar till det. Exempelvis innebär det höga arbitraget mellan fastighetsavkastning och låneränta att MaxFastigheter bör få en god utväxling på kommande förvärv och nyproduktionsprojekt i Karlstad och Gävle, dock inte fullt lika mycket som vår kalkyl i november 2017 indikerade. Nyckeltalen kan alltså förbättras ytterligare, förutsatt givetvis att vi inte får en dramatisk ränteökning i Sverige under prognosperioden.

I nedanstående kalkyl har vi utgått från MaxFastigheters intjäningsförmåga som den redovisats av bolaget per 31 december 2017 (exklusive värdeförändringar på fastighetsbeståndet). Vi har vidare antagit att bolaget når sitt mål att expandera fastighetsbeståndet till omkring två miljarder kronor vid mitten av 2019. Fastigheterna antas förvärfvas och/eller produceras till en direktavkastning på i genomsnitt 7,5 procent, med 75 procent överskottsgrad. Det motsvarar tio gånger hyresintäkterna i anskaffningskostnad för bolagets nya fastigheter. Fastighetsförvärven och investeringarna har antagits komma att finansieras av bolaget med 70 procent lån och 30 procent nyemitterade aktier.

Som synes blir arbitraget vid en sådan expansion fördelaktigt för bolagets intjäningsförmåga som ökar med 11 procent per aktie under perioden 2018 - 2019. Då har antagits att bolaget kommer att nyemittera 7,0 miljoner aktier för att delfinansiera förvärven och investeringarna. Den förhållandevis låga värderingen av bolagets aktie är en hämsko i detta sammanhang, då det inte är särskilt attraktivt att spä ut nuvarande aktieägare för att kunna expandera bolaget vidare. Ytterligare obligationslån skulle bli en alternativ finansieringskälla för bolaget av denna anledning.

MaxFastigheters intjäningsförmåga i årstakt:

31 december 2017 och prognosticerad per 30 juni 2019

	31 Dec 2017	30 Juni 2019	
Hysesintäkter	111,0	176,0	Bolaget antas köpa och bygga fastigheter för 650 miljoner kronor
Driftskostnader	-23,8	-40,1	75 procent överskottsgrad har antagits för tillkommande fastigheter
Driftnetto	87,2	136,0	
Centrala administrativa kostnader	-9,0	-9,9	Antas öka med 10% som en följd av att bolaget blir större.
Rörelseresultat	78	126	
Finansnetto exkl. värdeförändringar	-27	-40	Nya lån antas tas till 3,5 procent genomsnittlig ränta.
Resultat efter finansnetto	51	86	Inga värdeökningar på fastigheterna antas.
Skatt	-7	-13	Skattebelastningen antas bli 15 procent år 2019.
Resultat efter skatt	44	73	
Resultat per aktie	3,04	3,37	
Miljoner aktier	14,6	21,6	7,0 miljoner aktier antas nyemitteras till snittkurs 27,6 kronor per aktie.
P/e-tal kurs 27,7 kr	9,1	8,2	
Fastighetsvärde	1356	2006	
Räntebärande lån (netto)	747	1158	
Belåningsgrad	55%	58%	
Överskottsgrad	79%	77%	
Ökning vinst per aktie		11%	

Sammanfattningsvis finns det i huvudsak tre faktorer som gör MaxFastigheters aktie intressant ur ett investerarperspektiv;

- Aktien värderas för närvarande till omkring 30 procent substansrabatt.
- Bolaget har via obligationslån om 200 miljoner kronor säkrat finansiering för en fortsatt expansion av fastighetsportföljen upp mot målet två miljarder kronor.
- När bolaget sina mål om en fastighetsportfölj på två miljarder kronor kan vinsten per aktie öka med 11 procent oaktat värdeförändringar på fastigheterna enligt våra beräkningar.

I sammanhanget måste också möjliga risker belysas ytterligare. Lånefinansieringen är givetvis en känslig punkt. Teoretiskt skulle en eller flera av bolagets tre stora banker vägra att refinansiera bolagets nya lån alternativt säga upp gamla lån till betalning. Men givet det starka kassaflödet från handelsfastigheterna som dessutom har långa hyreskontrakt ser vi denna risk som låg. Däremot skulle bankerna kunna sänka sina högsta tillåtna belåningsgrader ytterligare. Det skulle i så fall tvinga bolaget (liksom i så fall även övriga fastighetsägare) att öka andelen finansiering med dyrare obligationslån, lån från ägare och närstående samt eget kapital. Detta skulle i sin tur driva upp avkastningskraven på fastigheterna och resultera i värdeminskningar på bestånden istället för tidigare värdeökningar.

Genomförande av projekt som kontorshuset i Karlstad är givetvis en större utmaning, även om det första (hus 2) redan är uthyrt till 90 procent. Kostnadsöverdrag i byggproduktionen liksom att kunna fylla upp nya lokaler med hyresgäster skulle kunna bli en utmaning. Ett möjligt scenario är att bolaget inte genomför hela detta projekt, eftersom det handlar om fem hus de närmaste fem åren och konjunkturen och förutsättningarna kan ändras innan dess. Men oavsett så lär nya projektmöjligheter dyka upp inom handel och kanske även logistik för bolagets del.

Att MaxFastigheter är litet och har svårt att konkurrera med nästan 30 andra noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen är en annan faktor. Bland de bästa i klassen vad gäller arbitraget ger positiva förvärvseffekter men investerarnas njugga syn på fastigheters värde och hyreshöjningspotential utanför Stockholm och Göteborgs centrala delar kan fortsätta att spöka under en lång tid framöver. Dessutom är det magi i de ledande namnen i sektorn som David Mindus, Erik Selin och Sven-Olof Johansson. Hit har MaxFastigheters företagsledning en lång väg att vandra.

Ett möjligt scenario är givetvis att MaxFastigheter blir uppköpt av något annat fastighetsbolag, sannolikt då ett noterat sådant som har en bättre betalningsvaluta i sin egna aktie. Möjliga sådana köpare är exempelvis Catena, Klöver eller Stendörren. Men än så länge är MaxFastigheter troligen för små för att vara intressanta för någon av dem.

Vi ändrar vår rekommendation i MaxFastigheter-aktien till Öka (Köp) med en riktkurs på 30 kronor (32). Bolaget går rörelsemässigt lika bra som tidigare, men den finansiella utväxlingen vid en expansion visar på lägre värden än våra tidigare kalkyler.

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.