



UPPDRAGSANALYS  
4 september 2018

# MAXFASTIGHETER

## ANALYSGUIDEN



# Innehåll

Sektor-högsta arbitraget.....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk .....	3
Lönsamma kommersiella fastigheter .....	4
Fokus på handelsfastigheter.....	4
Bolagets fastighetssegment .....	6
Externhandel.....	6
Kontor.....	6
Samhällsfastigheter .....	7
Lager och logistik .....	7
Köper i den mellansvenska regionen .....	7
Expanderar via byggprojekt.....	8
Konkurrens .....	9
Investment Case .....	10
Ranking efter intjäningsförmåga .....	12
Risker .....	15
Förvärvsdriven tillväxt .....	15
Hyresgästernas betalningsförmåga .....	15
Beroende av nyckelpersoner.....	15
Hög räntekänslighet.....	15
Ändrade skatteregler .....	15
Disclaimer.....	16

# Sektor-högsta arbitraget

**MaxFastigheter ökar uthyrningsgraden till 92 procent och driver intressanta nybyggnadsprojekt i Karlstad och Gävle. Aktien värderas med omkring 30 procent substansrabatt och har det klart bästa arbitraget mellan avkastning och ränta i fastighetssektorn. Vi höjer riktkursen till 35,1 kronor (32,0) i vårt bas-scenario.**



Maxfastigheter är ett relativt nybildat fastighetsbolag som inriktar sig på högavkastande fastigheter primärt inom externhandeln, men även kontors-, samhälls- och logistik användning. 72 procent ligger i regionstäder med tyngdpunkt i Västerås, Eskilstuna, Norrköping och Karlstad. 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.

Bolaget växer via projekt där på kort sikt ett, och på längre sikt fem kontorshus 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 10 344 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 minskat från 3,5 procent vid årsskiftet till 3,2 procent den 30 juni 2018.

Fastighetsbeståndet genererar ett stabilt kassaflöde. Aktien handlas till p/e 9 gånger bolagets resultat före värdeförändringar. Bolaget kan öka vinsten per aktie med 8 procent till mitten av 2020 genom sin planerade expansion.

## Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Hyresintäkter		31	60	90	125	165	203
Driftnetto		24	45	69	98	130	158
Resultat före skatt		124	92	54	63	85	106
Årets resultat		99	73	45	52	72	90
Resultat per aktie, kr				3,1	3,3	3,9	4,0
P/E-tal (ggr)				8,3	8,8	7,5	7,3
Nettoskuld		225	485	845	955	1 073	1 308
Eget kapital		113	388	553	574	610	654

Källa: MaxFastigheter och Jarl Securities

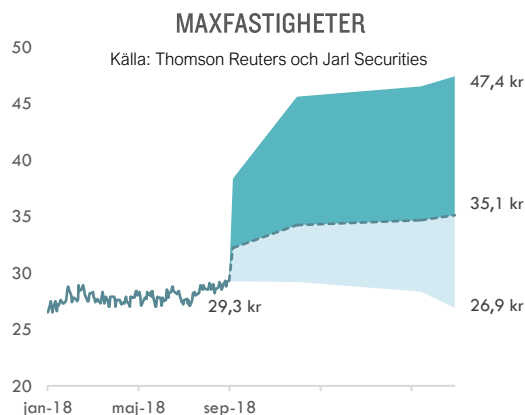
Datum: 4 september 2018  
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: MaxFastigheter  
Lista: First North  
Vd: Håkan Karlsson  
Styrelseordförande: Christer Sundin  
Marknadsvärde: 427 MSEK  
Senast: 29:30 SEK  
Kort om MaxFastigheter: MaxFastigheter har byggt upp en fastighetsportfölj som domineras av externhandel, men där andra inslag som industri, lager/logistik, kontor mm har ökat på senare tid. Bolaget strävar efter en hög direktavkastning med långa hyresavtal där hyresgästerna står för en stor del av skötseln av fastigheterna.

Möjligheter och styrkor: Bolagets fastigheter ligger oftast i lokalt starka externhandelslägen. Företagsledningen har ett starkt nätverk i de viktigaste städerna och framförallt i Eskilstuna och Västerås. Vidare har bolaget en projekterfarenhet som nu utnyttjas i Karlstad.

Risker och svagheter: E-handens framväxt slår mot i första hand böcker, skor och elektronikhandeln, segment mot vilka MaxFastigheter saknar exponering. Lågprisvaruhus som DollarStore det som bedöms vara mest exponerat mot denna trend.

Värdering: Bear 26,9 kr      Bas 35,1 kr      Bull 47,4 kr



## Temperatur

### Ledning och styrelse



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.

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



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.

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 samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



MaxFastigheter hade 60 procent belåningsgrad i sitt fastighetsbestånd per 30 juni 2018. Räntetäckningsgraden är tre gånger med nuvarande bestånd samt i årstakt per samma datum.

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



MaxFastigheters värderas med mellan 27 och 31 procent substansrabatt (beroende av avdrag för latent skatt på övervärden). Bolaget är till följd av denna låga värdering en potentiell uppköpskandidat. På egna meriter är det framförallt projektutvecklingen som kan höja bolagets driftnetto och därmed bolagets intjäningsförmåga som utgör en potential.

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 tillväxutsikterna 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



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 låg givet de långa hyresavtal bolaget har.

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.



## Lönsamma kommersiella fastigheter

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.

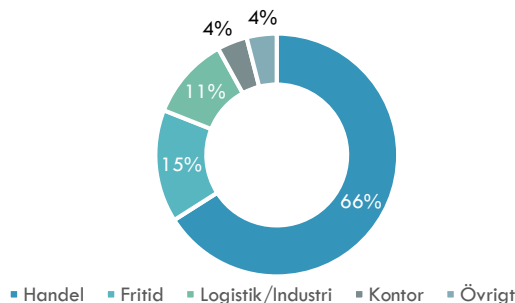
Bolaget fortsatte att expandera genom att ta in nya delägare parallellt med nya banklån. I maj/juni 2016 genomfördes en kapitalresning på 200 miljoner kronor, där 175 nya aktieägare tillkom. Sedan juni 2016 är bolagets aktie noterat på Nasdaq OMX First North. Även om bolaget fortsätter att utvecklas väl så föll aktiekursen tillbaka efter introduktionen, men har sedan dess stabiliserats och börjat stiga. Aktien handlas idag med en substansrabatt på cirka 28 procent räknat efter 10 procent avdrag för latent skatt på övervärden fastigheter. Det kan jämföras med att 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

MaxFastigheter har under en relativt kort tid byggt upp en fastighetsportfölj som domineras av segmenten handel och fritid med 66 procent av de samlade hyresintäkterna per 30 juni 2018.

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.

Hyresvärde per lokaltyp MaxFastigheters bestånd (fördelning per 30 juni 2018):

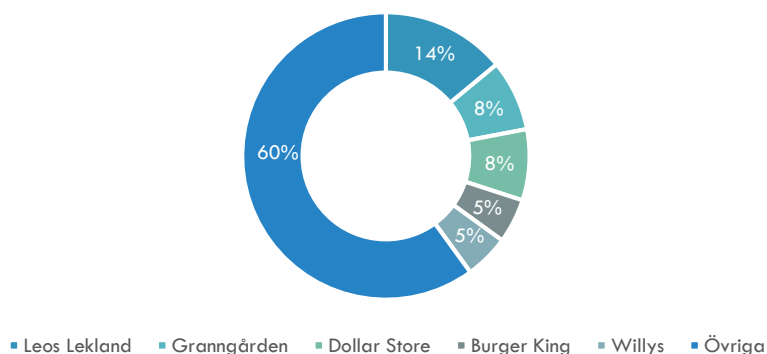


Källa: Bolagets finansiella rapporter.

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 om drygt 6 procent. Den 29 december 2017 förvärvade bolaget en kommersiell fastighet i Västerås (i Hälla-området) för 94 miljoner kronor motsvarande en direktavkastning om 8 ½ procent. Denna fastighet är till cirka 70 procent uthyrd till fritidsrelaterad verksamhet (Stadium och Youmo).

Hyresgästfördelning i bolagets fastighetsportfölj



Källa: Maxfastigheter och Jarl Securities.

Hyreskontraktet är normalt litet längre, i genomsnitt på 5,0 års löptid per 30 juni 2018. Mycket av fastigheternas drift åligger hyresgästerna genom reglering i hyresavtalen. Det förklarar den höga överskottsgraden (=driftnetto dividerat med hyresintäkter) på 81 procent som MaxFastigheter har och som ligger bland de 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 6,5 år per 30 juni 2018). 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 har inte fastighetsbolag över 70 procent överskottsgrad 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 mediaförbrukning (värme, vatten, el etcetera.) måste då debiteras vidare till hyresgästerna.

DollarStore är ett lågprisvaruhus som ofta har 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 är kopplat till en hög försäljning per butiksytta.

## Bolagets fastighetssegment

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 och ett antal andra butiker därutöver (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 och utgör därmed ett undantag. 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.

### Kontor

Detta segment utgör än så länge endast fyra procent av bolagets samlade bestånd men väntas växa i takt med att bolagets kontorsprojekt kvarteret Fanfaren i Karlstad (Hus 2) färdigställs hösten 2018.

### Externhandel



## Samhällsfastigheter

I centrala Fagersta äger MaxFastigheter en äldre samhällsfastighet. Utöver befintlig uthyrning finns tänkbara utvecklingsalternativ vilka är intressanta för Fagersta kommun som helhet. Idag finns vissa vakanser som återstår att fylla upp.

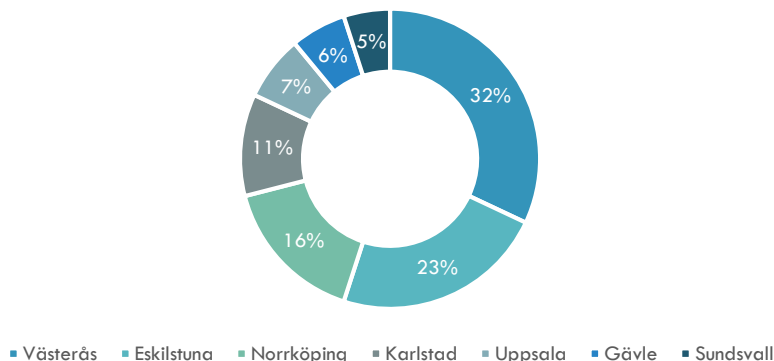
## Lager och logistik

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. Längden på sådana hyresavtal brukar minst vara tio och i bland uppemot 15 till 20 år.

## Köper i den mellansvenska regionen

MaxFastigheter fokuserar geografiskt på att expandera inom ett bälte från Mälardalen (Uppsala-Eskilstuna-Västerås) bort till Karlstad i väster. 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.

MaxFastigheter, Geografisk fördelning av fastighetsvärde per marknadsområde, 30 juni 2018.



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 73 procentig andel av bolagets totala fastighetsvärde per 30 juni 2018. Dessa sju regionstäder bildar nu varsin fastighetsregion inom bolaget. De viktigaste orterna värdemässigt utöver dessa är Fagersta med cirka 6 procent av bolagets fastighetsvärde samt Borlänge och Hallsberg med vardera 3 procent 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 då bolaget har etablerat ett kontaktnät av hyresgäster, lokalmäklare, byggare och fastighetsskötare på dessa orter och städer. Det viktigaste som måste fungera på varje ort är uthyrningen av lokaler.

Bolaget har satt upp ganska strikta kriterier för köp av fastigheterna om minst 7 procent direktavkastning, 75 procent överskottsgrad och 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-handels tillväxt och effekterna av det. Men även storleksmässigt stämde det bra, då MaxFastigheter inriktade sig mot ett mellansegment, vilket minskade konkurrensen om objekten.

När nya tillväxtmål sattes upp av bolaget 2016 blev det att expandera fastighetsportföljen 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 vill i regionstäderna. Här får bolaget istället expandera portföljen via byggprojekt åt befintliga eller nya hyresgäster.

### *Expanderar via byggprojekt*

Bolaget utvecklar ett stort kontorsprojekt i Karlstad. Här finns en 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. Etapp I består 6 000 kvm lokaler till en investering av 120 miljoner kronor, medan Etapp II omfattar 10 344 kvm lokaler till en investering på mellan 190 och 200 miljoner kronor. Fastighetsägaren kommer att lägga mediaförbrukning (värme, vatten och el) på hyresgästerna och endast stå för fastighetsskötseln.

Det första kontorshuset väntas ge omkring 7,2 procent direktavkastning på sin investering (120 miljoner kronor). En förhandsvärdering av kontorshus 2 i Karlstad 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 är färdigställda till en produktionskostnad av omkring en miljard kronor. Det sistnämnda är inte helt självklart, bland annat eftersom konjunkturen sannolikt har vänt nedåt inom fem år.

I bolagets intjäningsförmåga ökar hyresintäkterna i årstakt från 115 till 127,5 miljoner kronor och driftnettot med 10,7 miljoner kronor till 91,7 miljoner kronor när nuvarande del av Karlstadsprojektet är genomfört (inflyttning i september 2018).

I Hemlingby (södra Gävle) håller MaxFastigheter på att bygga 6 300 kvadratmeter handel varav DollarStore ska hyra 4024 kvm, till en byggkostnad på 75 miljoner kronor. Det motsvarar 8,2 procent direktavkastning i färdigställt skick. Indikativt kan detta projekt handla om tio miljoner kronor i orealiserad värdeökning på projektet vid full uthyrning.

Bolaget utvärderar även logistikprojekt, förutsatt att de hittar en hyresgäst (i första hand någon av bolagets idag befintliga större sådana) att etablera åt samt mark att bygga på. Logistikhyresavtal har ofta tioåriga löptider och är därmed intressanta för att förbättra profilen på bolagets fastighetsportfölj.

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. Men än så länge har projektet inklusive uthyrningen utvecklats mycket bra.

Nya projektmöjligheter lär dyka upp inom handel och kanske även logistik för bolagets del, vilket får ses som en möjlighet.

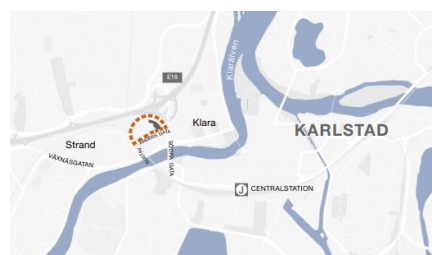
## Konkurrens

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 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 Klöveren 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 bankerna fortsätter att låna ut ganska generöst till den kommersiella delen av den svenska fastighetssektorn och allra mest mot de större och kapitalstarkare bolagen. Däremot brukar bankerna sänka sina belåningsgrader för objekt på mindre orter och även i viss mån för externhandelsfastigheter. Avkastningskraven på mer perifera objekt pressas på så sätt uppåt när ägarna behöver tillskjuta en större andel eget kapital.

Värdet att vara lokalt förankrad är mycket stort i fastighetsbranschen. Att ha en spridd fastighetsportfölj utan lokal förankring är inte att rekommendera då vakanserna i så fall riskerar att öka. MaxFastigheter är lokalt förankrade i Eskilstuna och Västerås och gentemot sina nyckelhyresgäster. Däremot är bolaget en liten aktör i absoluta tal (i Sverige) men även lokalt på flertalet orter där de är verksamma. I Västerås, Karlstad och Norrköping är exempelvis Klöveren en stor lokal aktör.

### Projekt Fanfaren 0 (Ettap 1), Karlstad

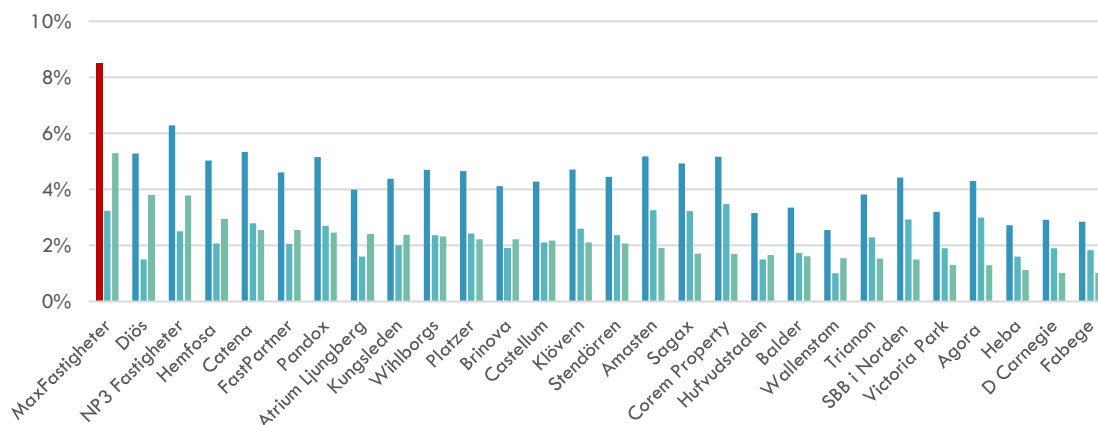


## Investment Case

Vi har sammanställt jämförande nyckeltal för 28 noterade förvaltande fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. 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 eller bygga nytt med uthyrt till hyresgäster och därmed kunna öka intjäningsförmågan räknat efter räntekostnader men före värdeförändringar på fastigheterna. Här placerar sig MaxFastigheter i topp med 5,3 procent arbitrage (!), följt av Diös och NP3 Fastigheter med vardera 3,8 procent arbitrage, Hemfosa på plats 4 med 3,0 procent och Catena femma med 2,6 procent arbitrage.

Samtliga fem bolag i toppen av denna ranking har hela eller större delen av sina fastighetsportföljer belägna utanför Stockholmsregionen. Avkastningskravet är också 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.

### Ranking av fastighetsbolagen arbitrage mellan yield och låneränta Kursavstämning i diagrammet per 3 september 2018



Källa: Bolagsrapporter och Jarl Securities

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

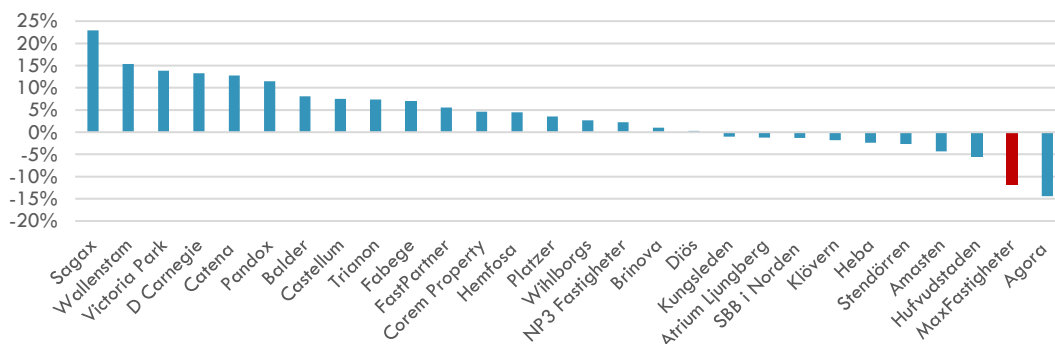
Vi har räknat substansvärdet som bokfört eget kapital plus 55 procent av uppskjuten skatteskuld (det vill säga eftersom den svenska bolagsskatten är 22 procent så motsvarar det 10 procent avdrag för latent skatt på övervärden fastigheter).

I denna kategori placerar sig Sagax och Wallenstam överst med 23 respektive 15 procent implicit premie på sina fastighetsbestånd jämfört med de bokförda värdena. MaxFastigheter hamnar i den andra, nedre änden med 12 procent implicit rabatt på fastigheternas marknadsvärden handlade indirekt via börskursen. De har endast ett bolag (Agora Retail på 14 procent implicit fastighetsrabatt) efter sig i tabellen.

I genomsnitt handlas de börsnoterade bolagens fastighetsportföljer till 3 procent premie relativt sina bokförda värden. I mitten av 2016 var motsvarande genomsnittssiffra 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 höjda avkastningskrav. Här skiljer sig börsen och fastighetsvärderarna numera åt i ökad utsträckning vad gäller segment som kontor, handel och bostäder.

12 procent rabatt på fastigheterna med aktuell belåningsgrad i MaxFastigheter motsvarar 27 procent rabatt på aktiens substansvärde. Med bolagets egen substansdefinition (EPRA NAV utan skatteavdrag) blir det istället 30 procent substansrabatt. Den implicita direktavkastningen på MaxFastigheters bestånd sätter börsen till 8,5 procent (inräknat centrala administrationskostnader). Som jämförelse ligger Diös och NP3 Fastigheter på 5,3 respektive 6,3 procent, medan Kungsleden och Stendörren båda hamnar på 4,4 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 vid en sådan här jämförelse.

#### Premium på bolagets fastighetsvärden via börsvärdet. Kursavstämning i diagrammet är per 3 september 2018



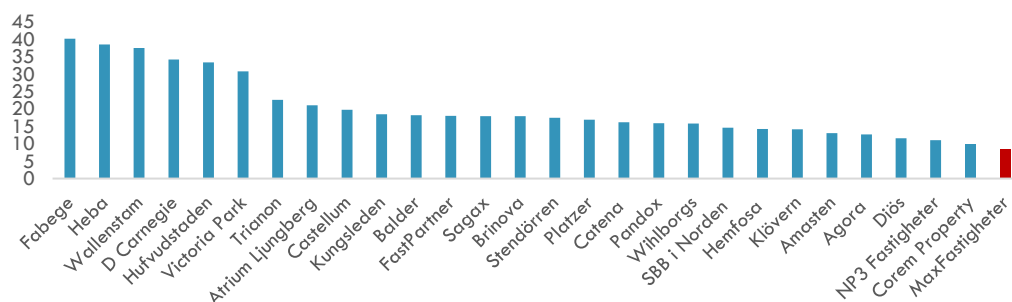
Källa: Bolagsrapporter och Jarl Securities.



## Ranking efter intjäningsförmåga

Nedanstående graf visar en sammanställning av 28 börsnoterade svenska fastighetsbolag rankade efter intjäningsförmågan (driftnetto minus centrala administrationskostnader och räntenetto efter schablonskatt, men exklusive värdeförändringar på fastigheterna). Även här är MaxFastigheter den mest attraktivt (lägst) värderade fastighetsaktien med p/e 9 ggr intjäningsförmågan före värdeförändringar. Corem, NP3, Diös och Agora följer närmast efter MaxFastigheter i kategorin lägst p/e-tal. Fabege toppar med högst p/e-tal efter sina framgångar med projektutvecklingen i Arenastaden, Solna och även betydande värdeökningar på sitt bestånd. Sedan kommer tre bostadsägande bolag (Heba, Wallenstam och D Carnegie). Bostäder värderas fortfarande generellt med lägre avkastningskrav än kommersiella lokaler runt om i Sverige. Dessutom har utländska investerare varit pigga att köpa bolag inom miljonprogramsegmentet på sistone. På femte plats ser vi Hufvudstaden vars intjäningsförmåga väntas öka markant de närmaste åren till följd av kraftiga hyresökningar för kontor i Stockholm city.

### P/E-tal baserat på nettoresultat exklusive värdeförändringar. Kursavstämning per 3 september 2018



Källa: Bolagsrapporter och Jarl Securities.

Sammanvägt framstår MaxFastigheter som den lägst värderade fastighetsaktierna på Stockholmsbörsen just nu. Förutom det låga börsvärdet som gör att institutionella investerare än så länge lyser med sin frånvaro, hittar vi inga rationella anledningar till detta. Det höga arbitraget mellan fastighetsavkastning och låneränta innebär att MaxFastigheter bör få en god utväxling på kommande förvärv men även på nyproduktionsprojekten.

I följande kalkyl har vi utgått från MaxFastigheters intjäningsförmåga som den redovisats av bolaget per 30 juni 2018 men exklusive värdeförändringar på fastighetsbeståndet. Vi har antagit att bolaget expanderar sitt fastighetsbestånd med 750 miljoner kronor fram till mitten av år 2020. Fastigheterna antas förvärfvas och/eller produceras till en direktavkastning på i genomsnitt 7,5 procent, med 75 procent överskottsgrad i förvaltningskedet. 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 8 procent per aktie under perioden 2018 - 2020. Då har antagits att bolaget kommer att nyemittera 7,7 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 kan därför bli en alternativ finansieringskälla för bolaget.

	Q1 2018	Mitten 2020P	
Hysesintäkter	127,5	202,5	Bolaget antas köpa och bygga fastigheter för 750 miljoner kronor inom två år
Driftskostnader	-25,4	-44,2	75 procent överskottsgrad har antagits för tillkommande fastigheter
Driftnetto	102,1	158,4	
Centrala admin.kostnader	-10,4	-11,4	Antas öka med 10% som en följd av att bolaget blir större.
Rörelseresultat	91,7	146,9	
Finansnetto exkl. värdeförändringar	-27,9	-41,2	Nya lån antas tas till 3,2 procent genomsnittlig ränta (samma som dagens).
Resultat efter finansnetto	63,8	105,7	Inga värdeökningar på fastigheter antas.
Skatt	-9,6	-15,9	Skattebelastning har antagits till 15 procent både 2018 och 2020.
Resultat efter skatt	54,2	89,8	
Resultat per aktie	3,72	4,04	
Miljoner aktier	14,6	22,3	
P/E-tal kurs 28,80 kr	7,9x	7,3x	
Fastighetsvärde	1 438	2 188	
Räntebärande lån (netto)	838	1 308	
Belåningsgrad	58%	60%	
Överskottsgrad	80%	78%	
Ökning vinst per aktie		8%	

Källa: MaxFastigheter (intjänning per Q1 2018) och Jarl Securities (prognos år 2020).

Vi identifierar ett par anledningar att köpa MaxFastigheter-aktien:

- Aktien värderas för närvarande till 27 procent substansrabatt räknat på 10 procent latent skatt på övervärden fastigheter.
- Bolaget har breddat sin finansiering med obligationslån och skulle kunna utöka för att genomföra fastighetsköp.
- När bolaget sina mål om en fastighetsportfölj på två miljarder kronor kan vinsten per aktie öka med 8 procent oaktat värdeförändringar på fastigheterna enligt våra beräkningar.

MaxFastigheter är fortfarande ett mindre bolag och har svårt att konkurrera med 27 andra noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. 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 gå.

Ett möjligt scenario är att MaxFastigheter blir uppköpt av något annat noterat fastighetsbolag som har en bättre betalningsvaluta i sin egna aktie. Några möjliga sådana köpare är Catena, Klöverm eller Stendörren. Men än så länge är MaxFastigheter troligen för små för att vara intressanta för någon av dessa.

Vi tillämpar en förenklad modell för att beräkna motiverat aktievärde i MaxFastigheter enligt vår nya Bull/Bas/Bear-metod. Det går att hävda att substansvärdet ligger nära 42 kronor per aktie (före avdrag för latent skatt), men aktiemarknaden har ett annat sätt att resonera. Så vi utgår från ett bas-scenario enligt vår tidigare jämförelsevärdering. Vi räknar i bas-scenariot med en vinstmultipl 10 ggr år 2020 och diskonterar tillbaka detta bolagsvärde till nuvärde med 8 procent kalkylränta.

I Bear-scenariot antas bolaget nå 20 procent lägre hyresintäkter år 2020 och korresponderande lägre resultat. På detta applicerar vi en vinstmultipl om 8 ggr och diskonterar tillbaka med en årlig kalkylränta om 8 procent. I Bull-scenariot räknar vi med att bolagets istället lyckas höja hyresintäkterna med 20 procent mer än i Bas-scenariot och på detta tar vi sedan en vinstmultipl om 12 ggr och diskonterar tillbaka till nuvärde med 8 procent kalkylränta.

Som framgår i tabellen nedan leder det till ett motiverat aktievärde om 26,9 kronor i Bear-scenario (tidigare 24,5), 34,8 kronor i Bas-scenariot och 47,0 kronor i Bull-scenariot.

#### Värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Hyresintäkter (mkr) år 2020	165,0	202,5	240,0
Resultat kr per aktie år 2020	3,9	4,0	4,5
Vinstmultipl, ggr	8,0	10,0	12,0
Aktievärde (kr) ggr	31,0	40,4	54,6
Diskonterat till nuvärde med 8% kalkylränta	26,9	35,1	47,4

Källa: Jarl Securities

## Risker

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

### Förvärvsdriven tillväxt

Bolaget har byggt upp en fastighetsportfölj på 1,5 miljard kronor som ska växa till cirka två miljarder kronor genom förvärv och nybyggnation. 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 regionstäderna. 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.

### Hyresgästernas betalningsförmåga

MaxFastigheter är beroende av att hyresgästerna fullgör sina hyresbetalningar. Det beror på hur hyresgästernas verksamhet utvecklas, både allmänt samt i förhållande till deras konkurrenter. Möjligheten att hyra ut lokalerna beror även på deras skick och standard. Efterfrågan påverkar hyresnivån som hyresgästen är villig att betala, även om det först sker när de långa hyresavtalen löper ut eller ska omförhandlas. Huvuddelen av bolagets hyresgäster är butikskedjor som inriktar sig mot privata konsumenter. Några av hyresgästerna kan potentiellt pressas av en ökad andel e-handel.

### 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. Tillgången och priset på kapital styrs av bankerna liksom av kapitalmarknadens villkor i övrigt samt av osäkerhetsfaktorer kopplad till fastighetssektorn och omvärlden. Bolagets banker skulle kunna ändra villkor vid ny- och omförhandling av lån. Ändrade regelverk kan också påverka både tillåtna belåningsgrad och räntenivån. Även marknadsvärdet på fastigheterna är avhängigt rådande avkastningskrav. MaxFastigheter har en räntetäckningsgrad på omkring tre gånger räknat på intjäningsförmågan och skulle klara 10,6 procent ränta innan förvaltningsresultatet skulle bli negativt.

### Ändrade skatteregler

I juni 2017 föreslog regeringen begränsningar i bolags avdragsmöjligheter för räntekostnader. Speciellt om räntenivån skulle stiga, drabbar det fastighetsbolagen. Detta eftersom motsvarande skattekompensation då inte längre kan erhållas. MaxFastigheter faller med sin belåningsgrad på 60 procent inom denna kategori.



## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://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.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.