



ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS  
27 maj 2019

# MAXFASTIGHETER

## PROJEKT & KÖP ÖKAR VINSTEN

## Innehåll

Projekt & köp ökar vinsten .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk .....	3
Lönsamma kommersiella fastigheter .....	4
Fokus på handelsfastigheter.....	4
Expanderar via byggprojekt.....	6
Jämförande transaktion: Nyfosa köp av handelsfastigheter.....	7
Investment Case .....	7
Ranking efter intjäningsförmåga .....	8
Disclaimer .....	12

# Projekt & köp ökar vinsten

**MaxFastigheter värderas till omkring 30 procent substansrabatt. Detta trots att bolagets intjäning har ökat efter förvärv av fastigheter ibland annat Värmland. Intjäningsförmågan lär öka ytterligare inom ett år när flera projekt i Eskilstuna och Karlstad blir färdigställda samt när ett förvärv i Upplands-Bro tillkommer.**



Maxfastigheter är ett relativt nybildat fastighetsbolag som inriktar sig på högavkastande fastigheter primärt inom externhandeln, men även kontors-, samhälls- och logistik-användning. 70 procent ligger i regionstäder med tyngdpunkt i Karlstad, Västerås, Eskilstuna, Norrköping och Gävle.

Dollarstore, Granngården, Leos Lekland, Burger King och

Willys är de fem viktigaste hyresgästerna med långa hyresavtal, där genomsnittet för portföljen är knappt fem års återstående löptid.

Bolaget växer via projekt där etapp 2 av kontorshus i Karlstad uthyrt till 60 procent, har påbörjats. Under 2019 pågår två nya stora projekt i Eskilstuna om 28 000 kvm nya handelsytor samt ett restauranghus i logistikparken.

MaxFastigheter finansierar sig via banklån till cirka 50 procent, plus obligation upp till 60 procent belåningsgrad. Genomsnittsräntan på bolagets låneportfölj uppgår till cirka 3,2 procent. Därmed har bolaget det näst högsta förvärvsarbitraget räknat på direktavkastning minus låneränta av de 28 börsnoterade svenska fastighetsbolagen.

Fastighetsbeståndet genererar ett stabilt kassaflöde. Aktien handlas till knappt P/E på nio gånger bolagets resultat före värdeförändringar. Bolaget kan öka vinsten per aktie med 5 procent till mitten av 2020 genom att låta beståndet växa med ytterligare 500 miljoner kronor i fastighetsvärde. Vår riktkurs på 39,7 kronor per aktie i Bas-scenariot ligger strax under bolagets substansvärde.

## Utfall och prognoser, Bas-scenario

MSEK	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Hyresintäkter	31	60	90	111	162	206
Driftnetto	24	45	69	83	127	162
Resultat före skatt	124	92	54	47	75	104
Årets resultat	99	73	45	40	64	88
Resultat per aktie, kr			3,1	2,7	3,7	4,2
P/E-tal (ggr)			8,6	10,8	8,1	7,2
Nettoskuld	225	485	751	905	1 201	1 534
Eget kapital	113	388	553	576	651	761

Källa: MaxFastigheter och Carlsquare

Datum: 27 maj 2019  
Analytiker: Bertil Nilsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: MaxFastigheter  
Lista: First North  
Vd: Håkan Karlsson  
Styrelseordförande: Christer Sundin  
Marknadsvärde: 480 MSEK  
Senast: 30 SEK  
Kort om MaxFastighe30er: MaxFastigheter har byggt upp en fastighetsportfölj som domineras av externhandel, men där andra inslag som industri, lager/logistik och kontor 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.

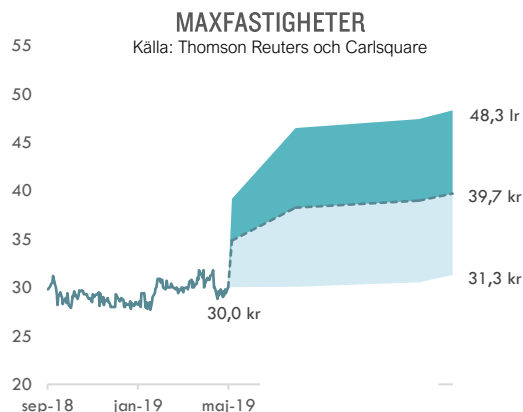
Möjligheter och styrkor: Bolagets fastigheter ligger oftast i lokalt starka externhandelslägen. Företagsledningen har ett starkt nätverk främst i Eskilstuna och Västerås. Vidare har bolaget en projekterfarenhet som nu utnyttjas i Karlstad.

MaxFastigheter handlas till den största substansrabatten bland de noterade fastighetsbolagen. Även P/E-talet är lägst av de jämförbara bolagen. Rabatten förefaller överdriven.

Bolaget har ett bra arbitrage mellan låneränta och direktavkastning och rankas här som nummer två bland de listade fastighetsbolagen.

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

Värdering: Bear 31,3 kr      Bas 39,7 kr      Bull 48,3 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. Bolaget har även på senare tid genomfört ett antal projekt på ett framgångsrikt sätt bland annat i Karlstad och Gävle.

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 egen 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 nettobelåningsgrad i sitt fastighetsbestånd per 31 mars 2019. Räntetäckningsgraden är 3,3 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 28 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.

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 tillväxutsiktarna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsiktarna. 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 finansiering och förvärv. En nyanställd CFO sedan 1 januari 2019 ger en större trygghet. 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 handelslägen. Bolaget inriktade sig på segmentet mellan 20 och 120 miljoner kronor i marknadsvärde.

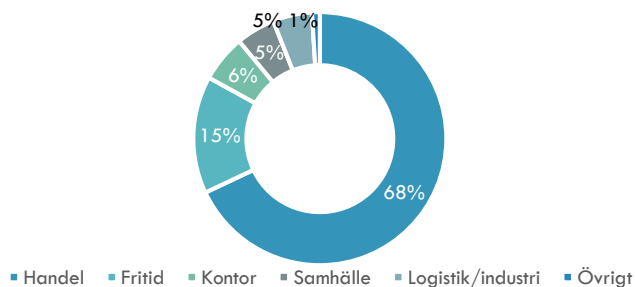
Bolaget expanderade genom att ta in nya delägare parallellt med nya banklån. Sedan juni 2016 är bolagets aktie noterat på Nasdaq OMX First North.

## Fokus på handelsfastigheter

MaxFastigheter har byggt upp en fastighetsportfölj som domineras av segmenten handel och fritid med 83 procent av de samlade hyresintäkterna per 31 mars 2019.

Ett par av ankarhyresgästerna är Leos Lekland och Dollarstore. Här har det funnits en byggentreprenör som byggt nya anläggningar åt respektive hyresgäst och sedan sålt dessa fastigheter till MaxFastigheter. Övriga större hyresgäster som Burger King, Granngården och Willys har däremot tillkommit via bolagets köp av fastigheter. Bolaget inriktar sig också sedan en tid på kontor- och logistikfastigheter, även om dessa än så länge utgör en mindre andel av portföljen.

Hyresvärde per lokaltyp MaxFastigheters bestånd (fördelning per 31 mars 2019:



Källa: Bolagets finansiella rapporter.

Sammanlagt omfattar bolagets fastighetsportfölj cirka 161 000 kvadratmeter uthyrbar yta fördelat på 43 fastigheter i 25 städer eller orter. Det betyder att enheterna är små, i genomsnitt endast drygt hälften av de börsnoterade bolagens objektstorlek.

Genom förvärvet av elva handelsfastigheter i Värmland i utbyte mot försäljning av en fastighet i Sundsvall har MaxFastigheter tillförts netto cirka 27 000 kvadratmeter uthyrbara lokaler, årliga hyresintäkter om knappt 14 miljoner kronor och ett fastighetsvärde om cirka 157 miljoner kronor. Fastigheterna förvärvades till en direktavkastning om cirka 7,5 procent och där en delbetalning har skett genom nyemittering av cirka 1,4 miljoner aktier i MaxFastigheter. Bolaget har redan närvaro i Karlstad, men nu har fastigheter i sex andra värmländska städer och orter tillkommit från och med den 15 februari 2019.

Bolagets hyreskontrakt är normalt litet längre, i genomsnitt på 4,9 års löptid per 31 mars 2019. Mycket av fastigheternas drift åligger hyresgästerna genom reglering i hyresavtalen. Det förklarar den höga överskottsgraden (=driftnetto dividerat med hyresintäkter) på 75 procent som MaxFastigheter uppnådde det senaste året och som är bland de högsta i fastighetssektorn.

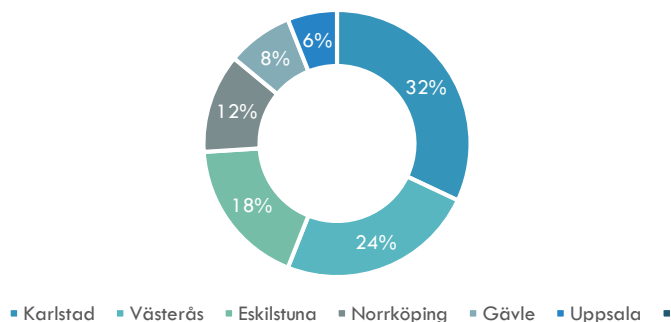
Externhandel är bolagets dominerande segment. En typisk anläggning är den i Eskilstuna (Folkesta) med Willys som dominerande hyresgäst och ett antal andra butiker därutöver (till exempel kläder, husgeråd eller annat). Granngården och Burger King men även Leos Lekland och DollarStore brukar ha egna fristående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

MaxFastigheter fokuserar geografiskt på att expandera inom ett bälte från Gävle i norr och Mälardalen (Uppsala-Eskilstuna-Västerås) bort till Karlstad i väster. Söderut är det från Linköping, och västerut som gäller. 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. Bolaget har idag fastigheter bokförda till cirka 1,7 miljarder kronor efter förvärvet från NP3. I samband med att det nya tillväxtmålet fastställdes breddade bolaget sina investerarkriterier mot kontors, lager och logistikfastigheter.

#### Externhandel



#### MaxFastigheter, Geografisk fördelning av fastighetsvärde per marknadsområde, 31 mars 2019:



Källa: Bolagets finansiella rapporter.

Sex regionstäder bildar varsin fastighetsregion inom bolaget. Karlstad har under det senaste året växt från 11 procent till 32 procent av koncernens portfölj. Detta efter färdigställandet av etapp I av kontorshus i Karlstad i kombination av köpet av den värmländska handels- och logistikportföljen från NP3 Fastigheter. De viktigaste orterna värdemässigt utöver de sex regionstäderna är Fagersta, Arvika, Borlänge och Hallsberg.

### Expanderar via byggprojekt

De pressade avkastningskraven gör det utmanande för bolaget att köpa vad de vill i regionstäderna. Här får bolaget istället expandera portföljen via byggprojekt åt befintliga eller nya hyresgäster.

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 av 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 gav uppskattningsvis drygt 7 procent direktavkastning på sin investering (120 miljoner kronor) och här flyttade hyresgästen (Rekryteringsmyndigheten) in den 23 december 2018. Nu har etapp II startat i Karlstad där ett hus på 9 300 kvadratmeter kontors- och livsmedelslokaler färdigställs till en beräknad investering om 200 miljoner kronor.

De förhandsvärderingar som gjorts kan översättas i en potentiell värdeökning om cirka 100 miljoner kronor om och när samtliga fem kontorshus i Karlstad blir färdigställda till en produktionskostnad av omkring en miljard kronor. Det sistnämnda är inte helt självklart, bland annat eftersom konjunkturen sannolikt har vänt nedåt inom fyra år.

I Hemlingby (södra Gävle) har MaxFastigheter under andra halvåret 2018 färdigställt 4084 kvadratmeter handelsytor med DollarStore som hyresgäst, till en byggkostnad på 45 miljoner kronor. Det motsvarade 8,2 procent direktavkastning. Vi har tidigare bedömt att bolaget borde kunna redovisa omkring tio miljoner kronor i realiserade värdeförändringar på detta projekt. Det finns en kvarvarande bygg rätt på denna fastighet om 2 500 kvadratmeter.

MaxFastigheter har förvärvat en fastighet samt del av en annan i Skiftinge (Rondellen) i Eskilstuna med totalt 35 000 kvm bygg rätt för handel, varav 28 000 kvm är fritt att utveckla för bolaget medan 7 000 kvm har reserverats för Biltema. Projektet bedöms utgöra en investering på cirka 300 miljoner kronor med byggstart tidigast den 1 juni 2019. Hyresgäster som DollarStore, Nordic Wellness, Waxy International och Skiftinge Mat har redan tecknat sig för ytor i de om- och nybyggda fastigheterna.

Utöver det uppför bolaget en fastighet i Kjula logistikpark i Eskilstuna som är en investering på 43 miljoner kronor och ska vara klar mot slutet av 2019.

Projekt Fanfaren 0 (Etapp 1), Karlstad



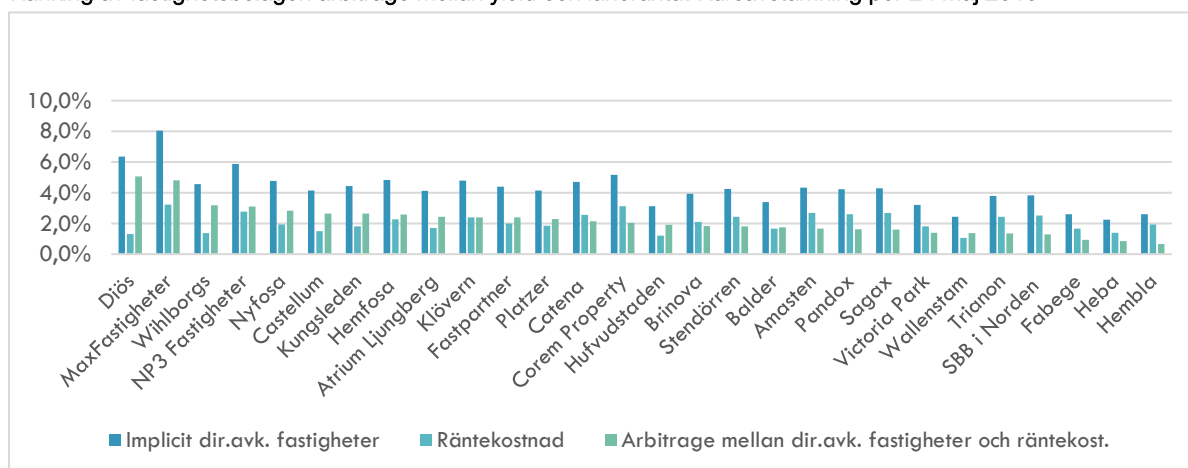
### Jämförande transaktion: Nyfosa köp av handelsfastigheter

MaxFastigheter rapporterade inga värdeförändringar under första kvartalet 2019. En transaktion skedde dock nyligen inom segmentet handelsfastigheter när Nyfosa köpte två handelsfastigheter i Västerås och Borås för 470 miljoner kronor. Detta motsvarade drygt 11 ggr de årliga hyresintäkterna och 11 600 kronor per kvadratmeter. Det är likartade nyckeltal som MaxFastigheters portfölj som i genomsnitt också värderas till 11 ggr de årliga hyresintäkterna samt 10 800 kronor per kvadratmeter. MaxFastigheter har omkring en tredjedel av sina fastigheter på orter mindre än regionstäder, medan löptiden på hyreskontrakten i Nyfosas köp också var på omkring fem år i genomsnitt.

## Investment Case

Vi har sammanställt jämförbara nyckeltal för 28 noterade förvaltande fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. I nedanstående graf har vi jämfört den implicita direktavkastningen för bolagens 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 och därmed kunna öka intjäningsförmågan. Diös toppar arbitrageligan med 5,1 procent, följt av MaxFastigheter på en andra plats med 4,8 procent och Wihlborgs på tredje plats med 3,2 procent. Vad gäller implicit direktavkastning på fastigheterna toppar MaxFastigheter med 8,0 procent. Bostäder och i Stockholmsregionen centralt belägna kontorsfastigheter 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 per 24 maj 2019



Källa: Bolagsrapporter och Carlsquare

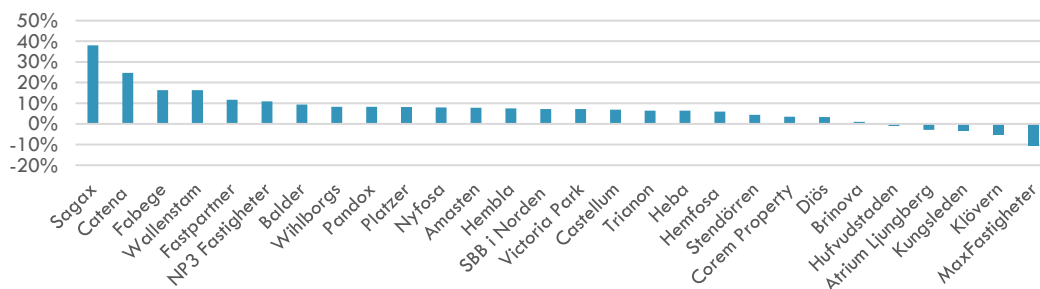


I nästa rankingmodell har vi räknat ut hur mycket bolagens fastigheter implicit värderas till utifrån börsvärde. Därefter har vi jämfört detta implicita fastighetsvärde med det faktiskt bokförda fastighetsvärdet. Vi har räknat substansvärdet som bokfört eget kapital plus 51,46 procent av uppskjuten skatteskuld (det vill säga belastat bolagens övervärden med 10 procent latent reavinst-skatt).

I denna kategori placerar sig Sagax och Catena överst med 38 respektive 25 procent implicit premie på sina fastighetsbestånd jämfört med de bokförda värdena. MaxFastigheter hamnar i den andra, nedre änden med 10 procent implicit rabatt på fastigheternas marknadsvärden indirekt via börskursen. Näst störst rabatt värderas Klöverns fastigheter till, 5 procent. Det sistnämnda är dock kopplat till korsägande och hög finansiell risk i Klöver-sfären, snarare än som i MaxFastigheters fall en perception om en svag uthyrningsmarknad för handelsytor framöver. I genomsnitt handlas de börsnoterade bolagens fastighetsportföljer till 7 procent premie relativt sina bokförda värden.

10 procent rabatt på fastigheterna i MaxFastigheter motsvarar 28 procent rabatt på aktiens substansvärde. Med substans-definitionen EPRA NAV utan skatteavdrag ökar rabatten till 31 procent.

#### Premium på bolagets fastighetsvärden via börsvärdet. Kursavstämning per 24 maj 2019

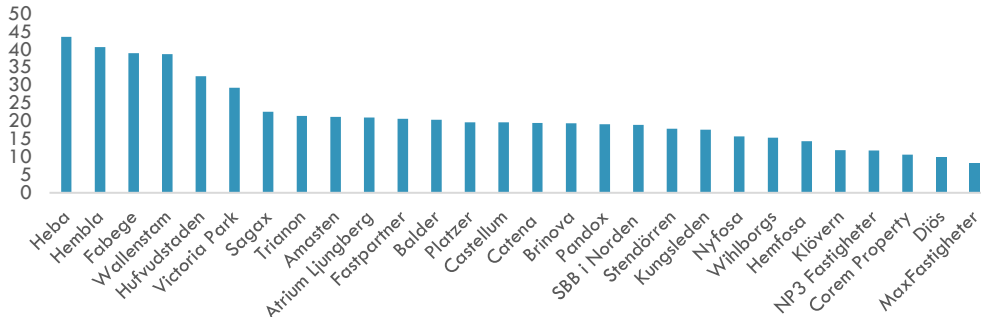


Källa: Bolagsrapporter och Carlsquare.

### Ranking efter intjäningsförmåga

Följande 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). Här är MaxFastigheter den lägst värderade fastighetsaktien med p/e på 8 ggr intjäningsförmågan före värdeförändringar. Bland övriga lågt värderade fastighetsbolag hittar vi ett ganska stort inslag av handels- och logistikfastigheter och främst utanför våra storstäder. Bostadsägande bolag som Heba, Hembla och Wallenstam är de dyraste aktierna i termer av värdering på löpande intjänning (före värdeförändringar), tillsammans med ägare av kontorsfastigheter i Stockholm som Fabege och Hufvudstaden.

P/E-tal baserat på nettoresultat exklusive värdeförändringar. Kursavstämning per 24 maj 2019



Källa: Bolagsrapporter och Carlsquare

I följande kalkyl har vi utgått från MaxFastigheters intjäningsförmåga som den redovisats av bolaget per 31 mars 2019 exklusive värdeförändringar på fastighetsbeståndet. Vi har antagit att bolaget expanderar sitt fastighetsbestånd med ytterligare 500 miljoner kronor fram till mitten av år 2020. Genom ett avtalat köp av en fastighet i Upplands-Bro kommun den 29 april 2019 med delbetalning cirka 80 miljoner kronor via nyemitterade MaxFastigheter-aktie har bolaget redan uppfyllt omkring en tredjedel av detta förvävsutrymme.

Fastigheterna antas förvärfas och/eller produceras till en direktavkastning på i genomsnitt 7,5 procent, med 75 procent överskottsgrad i förvaltningsskedet. 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 5 procent per aktie under perioden 31 mars 2019 till den 30 juni 2020. Då har antagits att bolaget kommer att nyemittera 5,0 miljoner aktier för att delfinansiera förvärven och investeringarna. Den förhållandevis låga värderingen av bolagets aktie utgör en begränsning, 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 2019	Mitten 2020P	
Hysesintäkter	156	206	Bolaget antas köpa och bygga fastigheter för 500 miljoner kronor inom 1 ½ år.
Driftskostnader	-31	-43	75 procent överskottsgrad har antagits för tillkommande fastigheter
Driftnetto	125	162	
Centrala admin.kostnader	-16	-17	Antas öka med 5% som en följd av att bolaget blir större.
Rörelseresultat	109	146	
Finansnetto exkl. värdeförändringar	-33	-42	Nya lån antas tas till 3,23 procent genomsnittlig ränta (samma som dagens).
Resultat efter finansnetto	76	104	Inga värdeökningar på fastigheter antas.
Skatt	-11	-16	Skattebelastning har antagits till 15 procent både 2018 och 2020.
Resultat efter skatt	64	88	
Resultat per aktie	4,0	4,2	
Miljoner aktier	16,0	21,0	
P/E-tal kurs 30 kr	7,5x	7,2x	
Fastighetsvärde	1 748	2 248	
Räntebärande lån (netto)	1 049	1 378	
Belåningsgrad	60%	61%	
Överskottsgrad	80%	79%	
Ökning vinst per aktie		5%	

Källa: MaxFastigheter (intjäning per 31 mars 2019 och Carlsquare (prognos per 30 juni 2020).

Vi tillämpar en förenklad modell för att beräkna motiverat aktievärde i MaxFastigheter enligt vår nya Bull/Bas/Bear-metod. Vi utgår från ett bas-scenario där vi räknar med en vinstmultipl 10,5 ggr år 2020 och diskonterar tillbaka detta bolagsvärde till nuvärde med 10 procent kalkylränta.

I Bear-scenariot antas bolaget nå 15 procent lägre hyresintäkter år 2020 och korresponderande lägre resultat. På detta applicerar vi en vinstmultipl om 8,5 ggr och diskonterar tillbaka med en årlig kalkylränta om 10 procent. I Bull-scenariot räknar vi med att bolagets istället lyckas höja hyresintäkterna med 15 procent jämfört med Bas-scenariot och på detta tar vi sedan en vinstmultipl om 12,5 ggr och diskonterar tillbaka till nuvärde med 10 procent kalkylränta.

Som framgår i tabellen nedan leder det till ett motiverat aktievärde om 31,3 kronor i Bear-scenariot, 39,7 kronor i Bas-scenariot och 48,3 kronor i Bull-scenariot.

#### Värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Hysesintäkter (mkr) år 2020	174,8	205,6	231,3
Resultat kr per aktie år 2020	4,1	4,2	4,3
Vinstmultipel, ggr	8,5	10,5	12,5
Aktievärde (kr) ggr	34,7	44,0	53,6
<b>Aktievärde, diskonterat till nuvärde med 10% kalkylränta</b>	<b>31,3</b>	<b>39,7</b>	<b>48,3</b>

Källa: Carlsquare

Som en jämförelse uppgår substansvärdet efter avdrag med 10 procent latent skatt på övervärden fastigheter till 40,8 kronor per aktie, medan EPRA NAV (substansvärde utan avdrag för latent skatt på övervärden fastigheter samt återläggning av undervärden på räntederivat) blev 42,4 kronor per aktie den 31 mars 2019.

## Disclaimer

Carlsquare AB, [www.carlsquare.com](http://www.carlsquare.com), nedan benämnt Carlsquare, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

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

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

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

Carlsquare har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare 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.