



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastigheter | Sweden | 23 September 2020

Signatur Fastigheter

Substansrabatt i attraktivt tillgångsslag

Säkra inflationsjusterade kassaflöden

Signatur är ett bostadsbolag med fokus på bostäder och samhällsfastigheter. Fastighetsbeståndet är geografiskt koncentrerat till Stockholms- och Öresundsregionen. Nuvarande fastighetsvärde uppgår till 809 mkr och bostäder svarar för 70% av fastigheterna fördelat på area. Bolagets strategi är att förvärva kassaflödesfastigheter med utvecklingspotential.

Rabattkontraktion att vänta

Bostads- och samhällsfastigheter har i nuvarande makroekonomiska miljö seglat upp som favoriter hos försäkringsbolag och pensionsfonder att äga då de garanterar uthålliga inflationsjusterade kassaflöden. Detta har lett till att noterade bolag med bostadsinnehav handlas till premium mot NAV. Signatur Fastigheter har inte hängt med övriga bolag och handlas fortfarande med en rabatt emot NAV.

Stabila tillgångar ger låg risk och möjlighet till uppsida

Vi ser ett motiverat värde på 16-18 kr i Signatur Fastigheter. Vi anser att den rabatt bolaget handlar emot de övriga noterade bolagen är för hög, vilket reflekteras i det implicita yieldgapet. Vi bedömer att bolaget kan värderas närmare 20 kr om de finansiella målen nås och en partner för projektutveckling hittas eftersom bolaget är i behov av externt kapital.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	16.00 - 18.00	
FFO/Share 20e	0.06	0.06	0.0%	Rent income	34	43	47	49	Current price	SEK14.45
FFO/Share 21e	0.36	0.36	0.0%	Vacancy Rate (%)	2.6	3.0	2.0	2.0	Riskenivå	Low
FFO/Share 22e	0.41	0.41	0.0%	Net operating income	23	28	31	32	Kurspotential	Medium
				NOI margin (%)	69	64	65	65		
				FFO	3	1	7	8		
				DPS	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EPRA NAVPS	17	18	18	19		
				FFO/Share	0.1	0.1	0.4	0.4		
				Rental growth (%)	17	29	9	3		
				P/FFO (adj)	103.2	231.3	39.8	34.6		
				P/EPRA NAV	0.85	0.80	0.78	0.76		
				Implicit yield (%)	4.0	4.2	4.3	4.5		
				Dividend yield	0.0	0.0	0.0	0.0		
				Net LTV (%)	63	56	55	55		
				NOI growth (%)	30	19	11	3		
				FFO/Share Growth (%)	3.7	(55.4)	480.8	15.1		
				EPRA-NAV growth	21.0	5.3	3.0	3.2		
				ROE (%)	8.1	5.6	3.2	3.4		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3 report	26 november 2020		

Bolagsfakta (mkr)		Analytiker	
Antal aktier	19.8m	rikard.engberg@penser.se	
Market cap	286	Analysavdelningen	
Nettoskuld	522	frida.arnekull@penser.se	
EV	808	Analysavdelningen	
Free Float	31.00%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)		
Reuters/Bloomberg	SIGN.B-SE		



Sammanfattning

Substansrabatt i attraktivt tillgångsslag

Investment Case

Signatur investerar och utvecklar bostadsfastigheter i Stockholms- och Öresundsregionen. Utöver bostadsfastigheter äger man även samhällsfastigheter. Dessa tillgångsslag kännetecknas av hög säkerhet i kassaflöden vilket gör att de kan bära en relativt stor skuld. Signatur är det enda bostadsfastighetsbolaget på börsen som handlas till en relativt hög substansrabatt om ca 20%. Vi bedömer att stora delar av denna rabatt kommer att försvinna kommande år givet att bolaget blir mer etablerat samt sänker sina finansieringskostnader.

Bolags profil

Signatur är ett bostadsbolag med fokus på bostäder och samhällsfastigheter. Fastighetsbeståndet är geografiskt koncentrerat till Stockholms- och Öresundsregionen. Öresundsregionen svarar för 49% av fastighetsportföljen, fördelat på värde där Malmö utgör 28%. Stockholm svarar för 41% av fastighetsportföljen, baserat på värde. Nuvarande fastighetsvärde uppgår till 809 mkr och bostäder svarar för 70% av fastigheterna fördelat på area. Bolagets strategi är att förvärva kassaflödesfastigheter med utvecklingspotential. Fokus för utvecklingsarbetet är på nya bostäder och renovering av befintliga fastigheter.

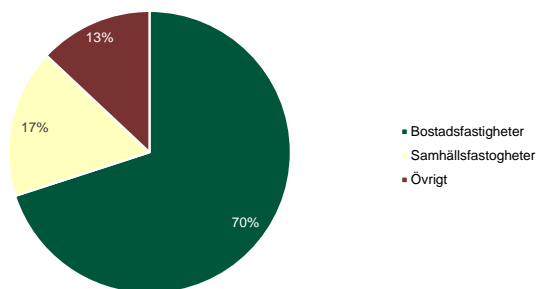
Värdering

Signatur Fastigheter handlas till en rabatt om ca 20% mot sitt EPRA-NAV. Detta är unikt bland de bostadsfokuserade fastighetsbolagen. Vi anser förvisso att en viss rabatt emot övriga noterade fastighetsbolag kan rättfärdigas då Signatur Fastigheter är mindre och har en högre finansiell risk givet sin kapitalstruktur. Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 16-18 kr. Bolaget handlar då i paritet med sitt EPRA-NAV och med en rabatt emot övriga noterade peers. Hittar bolaget partners till sina detaljprocesser kan ett värde om 20-22 kr motiveras på 24-36 månader då vi ser ett övervärde i byggrättsportföljen.

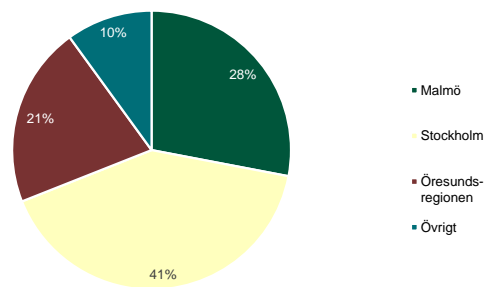
Motiverat värde

Vi bedömer att rabatten mot NAV kommer minska kommande 6-12 månader. Vi ser således ett motiverat värde om 16-18 kr. Givet att bolaget börjar röra sig emot sina finansiella mål och hittar extern finansiering/partners för sin byggrättsportfölj ser vi ett motiverat värde på 20-22 kr på 24-36 månaders sikt.

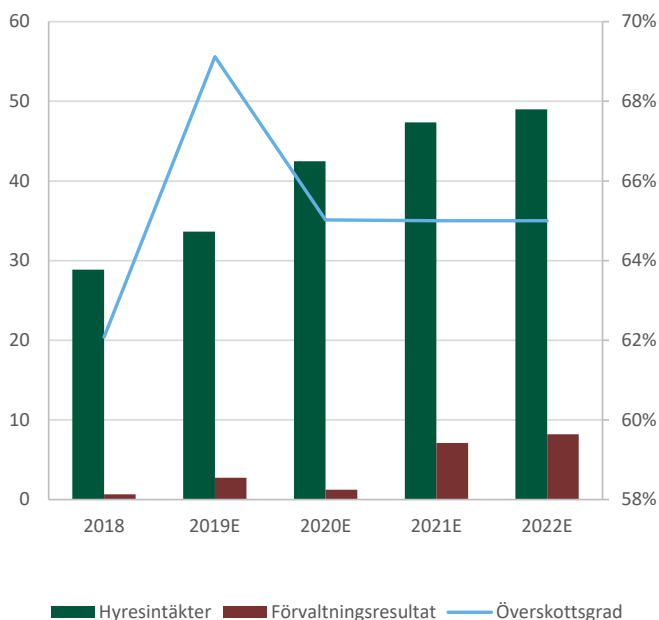
Fastighetsbestånd, typ (Yta)



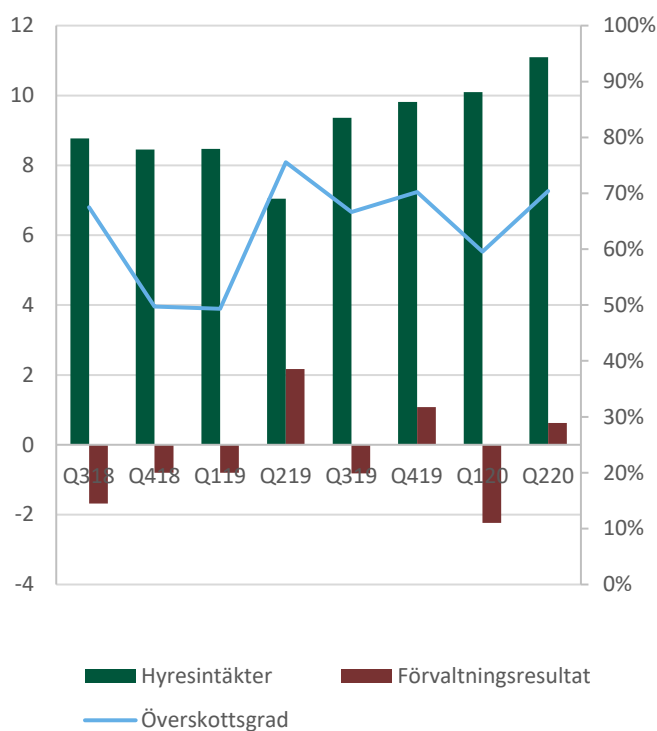
Fastighetsbestånd, typ (Yta)



Resultatutveckling (y/y)



Resultatutveckling (q/q)



Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Dan Astrén	25,0%	25,1%
Tomas Magnusson	11,2%	11,3%
Halvtyget Investment AB	9,5%	9,5%
Stanwood - Haley Properties AB	9,4%	9,4%
Övriga	44,9%	44,7%

Ordförande	Robert Öjfeldt
Verkställande direktör	Dan Astrén
Finansdirektör	Jens Bergman
Investerarkontakt	Dan Astrén
Hemsida	https://signaturfastigheter.se/

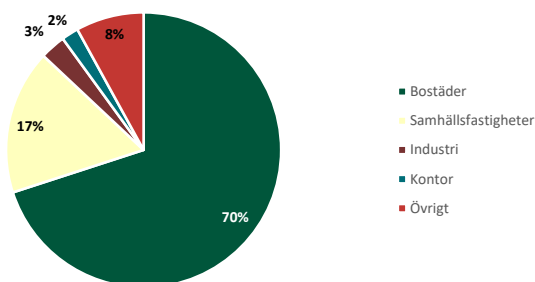
Bolagsprofil

Signatur Fastigheter har en strategi att förvärva kassafloresfastigheter med utvecklingspotential. Fokus för fastighetsbeståndet är bostäder och samhällsfastigheter. Sett till den geografiska koncentrationen inriktar bolaget sig på Stockholm- och Öresundsregionen men har även fastigheter i Hässleholm och Vimmerby. Totala fastighetsbeståndet uppgick den 30 juni 2020 till 809,3 mkr. Fördelat på area utgör bostäder 70% av beståndet och samhällsfastigheter svarar för 17%. Nedan följer en genomgång av bolagets fastigheter uppdelat på de geografiska orterna Stockholm, Malmö, Öresundregion (ex Malmö) och övrigt.

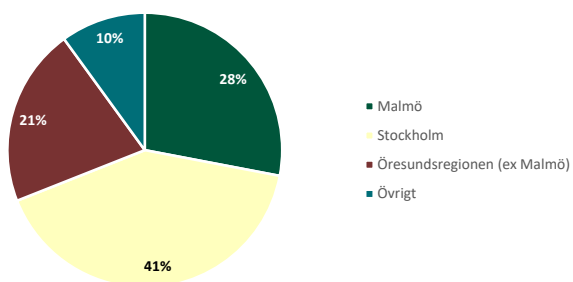
Historik



Fastighetstyp (Area)



Geografisk koncentration (Värde)



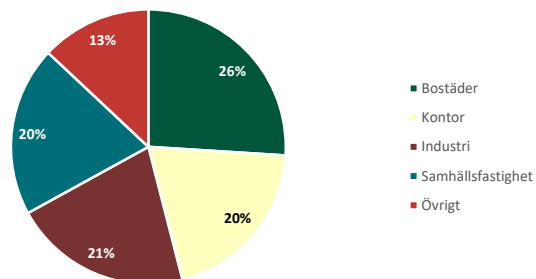
Malmöportföljen

Malmö svarar för 28% av den totala portföljen fördelat på värde. Däremot utgör regionen den största delen av projektportföljen, där Malmö står för 62%. Det totala hyresvärdet för regionen uppgår till 14,9 mkr. Hyresbostadsfastigheten Alven 26 svarar för 35% av detta hyresvärde. Sett till fastighetsportföljen för hela Malmöområdet har bostäder 26% av den totala arean, samhällsfastigheter 20%, kontor 20% och industri 21% av arean.

Geografiskt läge



Malmö - Fastighetstyp (Area)



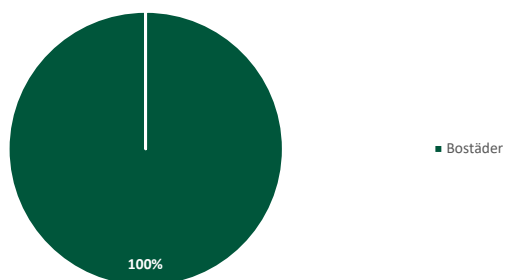
Stockholmsportföljen

Stockholm utgör 41% av den totala fastighetsportföljen fördelat på värde. De fastigheter som Signatur äger i Stockholm är till 100% hyresbostäder. Baserat på hyresvärdet uppgår Stockholmsportföljen till 11,4 mkr. Den enskilt största fastigheten är, utifrån hyresvärdet, Vallhunden 8 som svarar för 31% av värdet. Signatur ägnar sig även åt projektutveckling, där Stockholm utgör 38% av den totala projektportföljen.

Geografiskt läge



Stockholm - Fastighetstyp (Area)



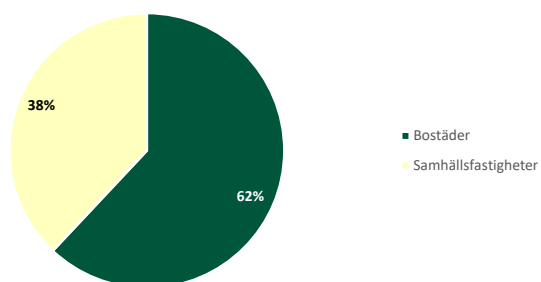
Öresundsregionen (ex Malmö)

Det tredje området där Signatur har fastigheter är en sammanslagning av orterna Trelleborg, Landskrona, Bjuv och Klippan vilka kallas för Öresundsregionen (ex Malmö). Bostäder utgör 62% av regionen och samhällsfastigheter svarar för resterande del på 38%. Öresundsregionen står för 21% av Signaturs totala portfölj fördelat på värde där hyresvärdet för området uppgår till 14,5 mkr.

Geografiskt läge



Öresundsregionen (ex Malmö) - Fastighetstyp (Area)



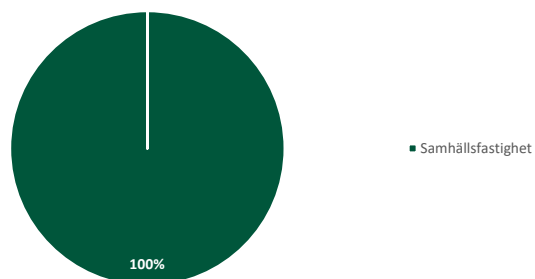
Övriga fastigheter

Kategorin övrigt utgörs av orterna Hässleholm och Vimmerby och svarar för 10% av Signaturs totala portfölj fördelat på värdet. Hyresvärdet för området uppgår till 6,7 mkr. Vimmerby är den ort som är störst sett till hyresvärde (63%) och Hässleholm svarar för resterande del på 37%. De fastigheter som återfinns i områdena är till 100% samhällsfastigheter.

Geografiskt läge

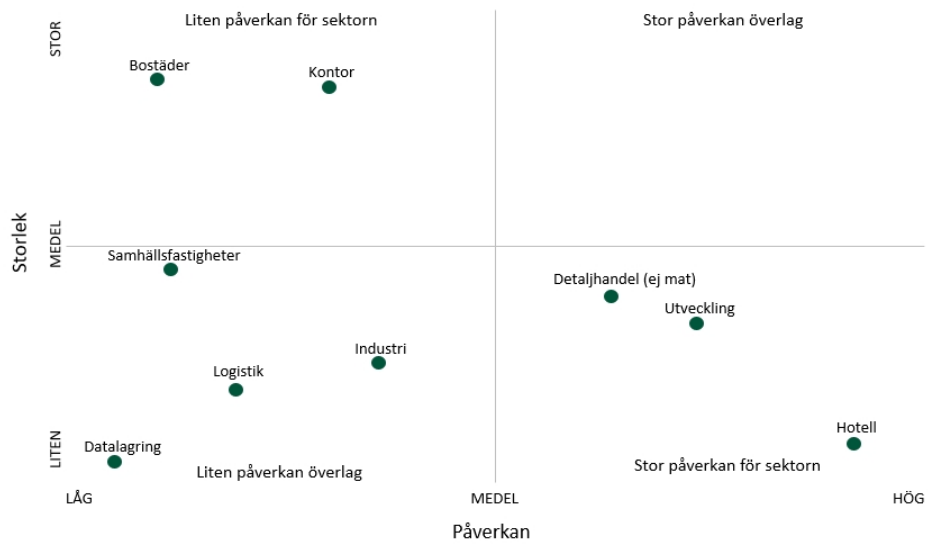


Övrigt - Fastighetstyp (Area)



Vi ser att fastighetsmarknaden blir mer differentierad då vissa typer av fastigheter påverkas mer än andra av Covid-19. Nedan följer en bild ifrån den norska fastighetsrådgivaren Pangea och hur de bedömer hur olika fastighetslag drabbas av Covid-19-pandemin. I enlighet med Pangeas slutsatser har inte Signatur Fastigheters bestånd berörts nämnvärt.

Covid-19 påverkan



Pangea Property

Varför investera i bostadsfastigheter/Signatur Fastigheter

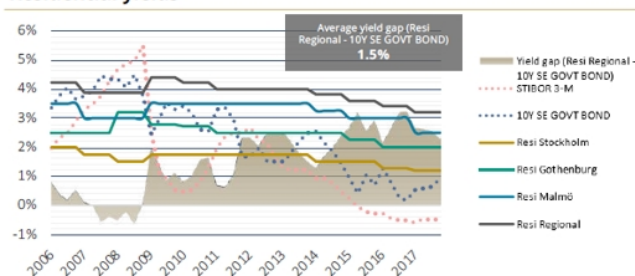
Vi anser att svenska bostadsfastigheter är en eftertraktad tillgång vilket gör att likviditeten är hög. Nedan följer några fundamentala anledningar till drivkrafterna bakom efterfrågan på svenska bostadsfastigheter.

- **Låg risk:** Den svenska hyresmarknaden för bostäder är kraftigt reglerad vilket innebär att vakansrisken är låg och att hyror är artificiellt låga
- **Hög strukturell efterfrågan:** Sverige har en befolkningstillväxt och i kombination med begränsat byggande skapar det bostadsköer vilket gör att vakanser hålls på en låg nivå
- **Låga räntor:** För institutionellt kapital som kräver en fast kupong/avkastning är bostadsfastigheter ett bra alternativt till ränte/obligationsmarknaden.
- **Låg korrelation till andra typer av fastigheter/tillgångsslag:** Då hyressättningen skiljer sig markant emot kommersiella fastigheter har bostadsfastigheter en låg priskorrelation med andra typer av fastigheter. Bostadsfastigheter har därför en "safe haven" -klassning
- **Social utjämning:** Vi bedömer att en viktig anledning förutom de centralt reglerade hyror är att Sverige har ett omfattande socialt skyddsnet. Det gör att vakansrisken sjunker ytterligare.

Nedan följer ett antal grafer från den svenska transaktionsrådgivaren Nordanö som belyser styrkan i bostadsfastigheter som tillgångsslag. Grafen till vänster visar direktavkastningen i förhållande till långräntan och att gapet är fortsatt högt vilket kan leda till ytterligare värdeökningar. Grafen till höger illustrerar den låga vakansrisken i bostadsfastigheter som tillgångsslag.

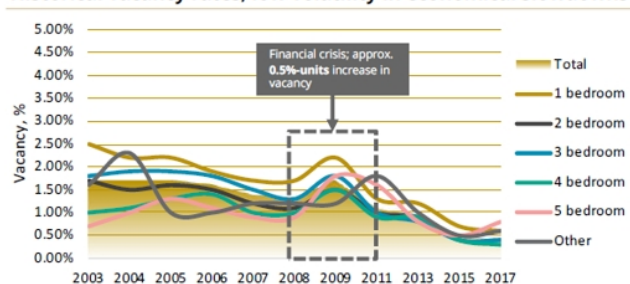
Värdering bostadsfastigheter och hyresgästrisk

Residential yields



Source: Nordanö & SCB

Historical vacancy rates; low volatility in economical slowdowns

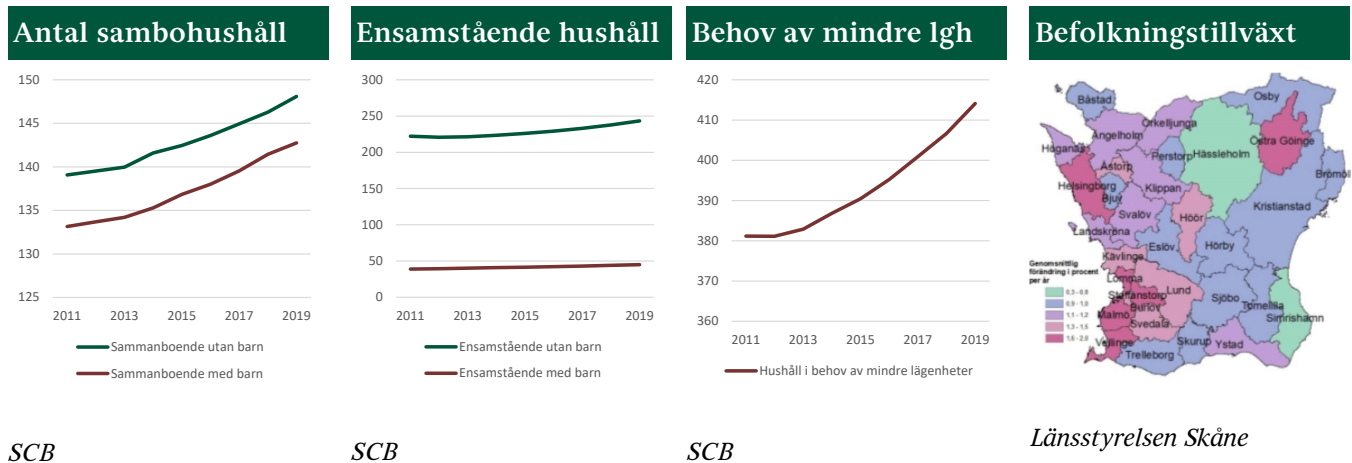


Vårt att notera är att vakanserna i bostadsfastigheter endast steg med 0,5% under finanskrisen 08/09. Detta trots rekordvarsel och hög ekonomisk osäkerhet. Sammanfattningsvis ser vi att Signatur Fastigheter kan börja röra sig emot en värdering kring NAV.

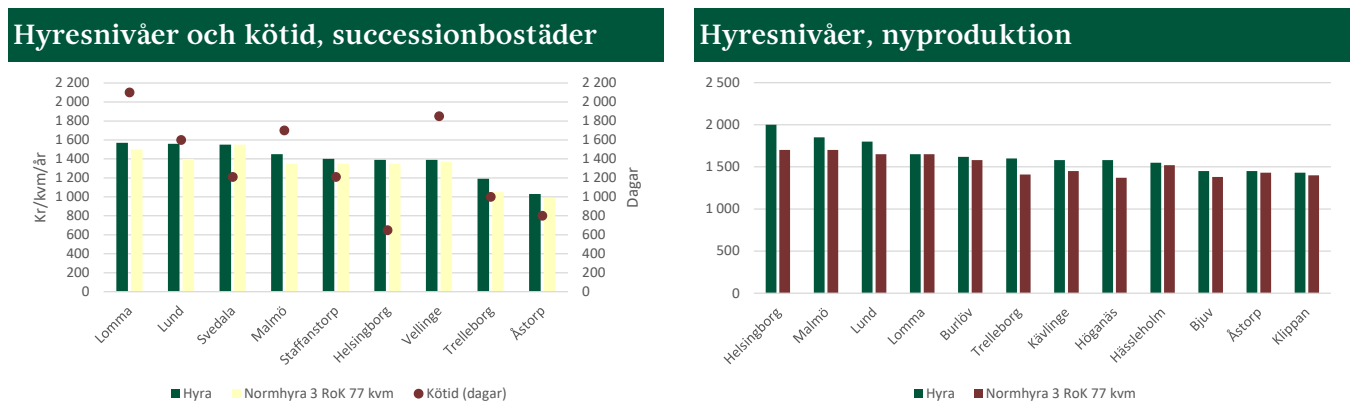
En siffra som visar att efterfrågan på hyresbostäder är hög vilket leder till en låg vakansrisk är att cirka 80% av de kommunala bostadsbolagen i Sverige saknar vakanser. Snittkötiden för en 2-rumslägenhet i Sverige är cirka tre år. Av Sveriges 290 kommuner hävdar 220 i en undersökning att det råder brist på hyreslägenheter. Nedan följer en djupdykning i Stockholm- och Skåne läns bostadsköer.

Skåne läns bostadsmarknad

Skåne län har en relativt tudelad bostadsmarknad. Öresundskommunerna ser en jämförelsevis kraftig befolkningstillväxt drivet av både inrikes och utrikes invandring. I de mer östliga kommunerna av provinsial karaktär ser vi en betydligt lägre befolkningstillväxt. Nedan följer en översikt på befolkningstillväxten i Skåne län samt sammansättningen bland hushåll.

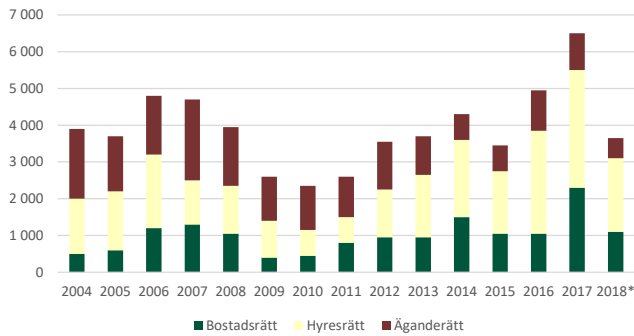


Boendesituationen i Skåne län och Öresundsregionen i synnerhet har en hög andel singelhushåll. Nedan följer en bild över bostadsköer och hyresnivåer i de olika kommunerna. Precis som i Stockholm län (se nedan för en detaljerad genomgång) jämför vi äldre bestånd med nyproduktion. Detta ger en bild över hur priskänslig marknaden är. Precis som på Stockholmsmarknaden ser vi ingen tendens till mättnad eller överutbud.

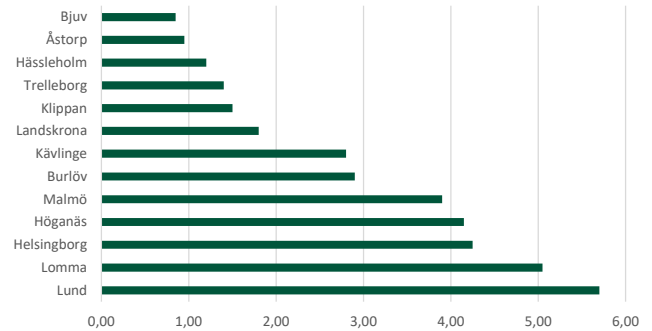


Under de två graferna följer statistik på byggandet i Skåne län. Vi bedömer att en stor del av byggandet är hyreslägenheter eller bostadsrätter i den högre prisklassen. Vi bedömer därför att kötiderna kommer vara relativt konstanta och att vakansrisken inte kommer att öka till följd av byggandet. Vidare bedömer vi att byggandet inte kommer att äta upp den efterfrågan vi ser.

Färdigställda bostäder i Skåne



Färdigställda bostäder, per 1 000 inåvare



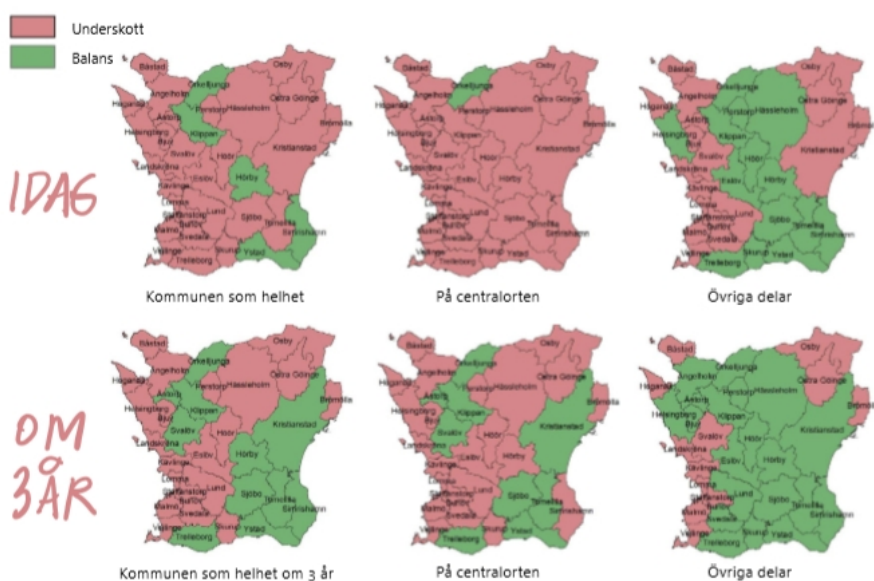
Byplats Syd

Boplats Syd

En skillnad mot Stockholmsmarknaden är att Skåne län har generellt lägre disponibel inkomst och högre andel hushåll i lägre socioekonomiska skikt. Vi bedömer dock hyresgästrisken som likvärdiga. Ett exempel på den låga hyresgästrisken är de förhållandevis få vräkningar som sker i länet.

Enligt en rapport skriven av länsstyrelsen i Skåne län så råder det bostadsbrist i en stor del av länets kommuner. Nedan följer ett utdrag från denna rapport som belyser situationen i de olika kommunerna idag och om tre år, givet nuvarande planer.

Region Skånes syn på bostadsmarknaden



Nedan följer en tabell över hyresnivåerna i de olika stadsdelarna i Malmö.

Nr	Område	Hyresnivåer (kr/m ²)		
		Nyproduktion	Rotat	Orotat
1	Innerstad	1 600 - 2 000	1 400 - 1 700	900 - 1 200
2	Ytterstad	1 400 - 1 600	900 - 1 200	850 - 1 000
3	Närförort	1 300 - 1 650	900 - 1 200	800 - 1 100
4	Hyllie	1 600 - 1 800	-	-
5	Västra hamnen	1 600 - 1 800	-	-
6	Limhamn	1 600 - 1 800	1 200 - 1 500	900 - 1 100

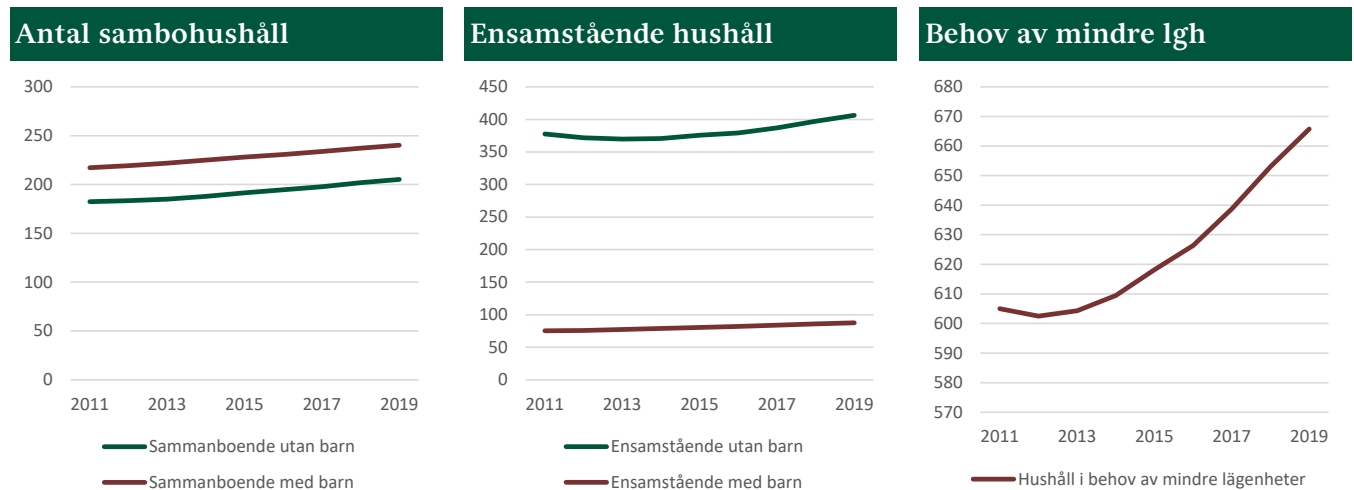


Newsec

Sammanfattningsvis ser vi Skåne som en attraktiv region att investera och äga bostadsfastigheter i. Vi bedömer att en viss yieldkontraktion är att vänta. Vi bedömer att vakansrisken i hyresfastigheter som inte är nyproduktion kommer att vara fortsatt låg. I synnerhet i Öresundsregionen där vi ser en relativt ung demografi med hög andel singelhushåll. Dessa brukar efterfråga hyreslägenheter i större utsträckning.

Stockholm läns bostadsmarknad

Stockholm pekades 2015 ut av Eurostat som den snabbast växande huvudstaden fram till år 2020. Tillväxten drivs framför allt av hög nativitet, men inflyttning från utlandet och andra svenska städer är också en viktig orsak till befolkningstillväxten i länet. Se appendix för drivkrafter bakom befolkningstillväxten. Vi bedömer att befolkningstillväxten i kombination med de låga räntorna kommer vara bidragande orsaker till en fortsatt hög efterfrågan på bostadsfastigheter. Låga räntor bidrar till efterfrågan på hyresfastigheter då dessa blir ett alternativ för institutioner som vill ha en avkastning på investerat kapital som är högre än räntenivån.



SCB

SCB

SCB

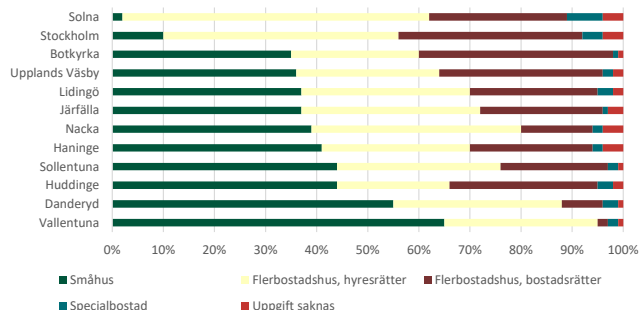
Vi bedömer att det finns ytterligare en stark drivkraft bakom efterfrågan på hyresrätter/mindre lägenheter och det är den nuvarande demografiska situationen i Stockholms län. Av diagrammen ovan framgår tillväxten och fördelningen mellan olika hushåll. Vi bedömer att hushåll i behov av mindre lägenheter utgörs av sammanboende utan barn och ensamstående utan barn.

Nedan följer en bild som visar storleksfördelningen på bostäder i länets kommuner. Vi bedömer att grafen nedan visar att befintlig bostadspool inte är anpassad för rådande situation med en hög andel singelhushåll.

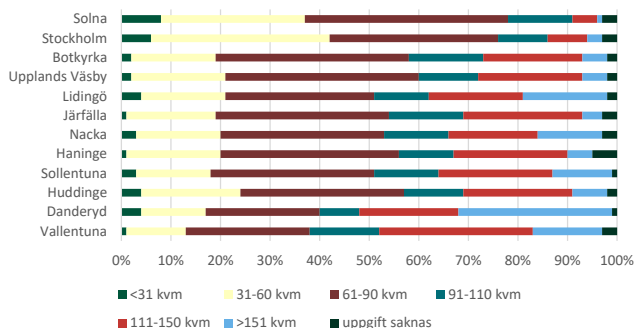
Nedan följer en bild ifrån Boverket på vilken typ av bostäder som finns i de olika kommunerna i länet. Enligt den sammanställningen är en relativt stor del av bostäderna i länet småhus, en boendeform som är anpassad för större hushåll. Den andra bilden visar fördelningen på storlek bland hushåll i de olika kommunerna i länet. Den bilden bekräftar vår tes om att bostadsmarknaden till viss del är "ur synk" dvs att utbudet inte matchar efterfrågan, både i antal och typ av produkt.

Översikt bostadssituation i olika kommuner i Stockholm län

Andelen hushåll efter boendeform per kommun, 2017



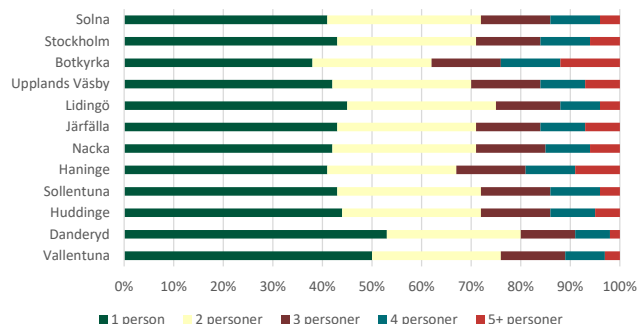
Andelen hushåll efter boarea per kommun, 2017



Boverket

Boverket

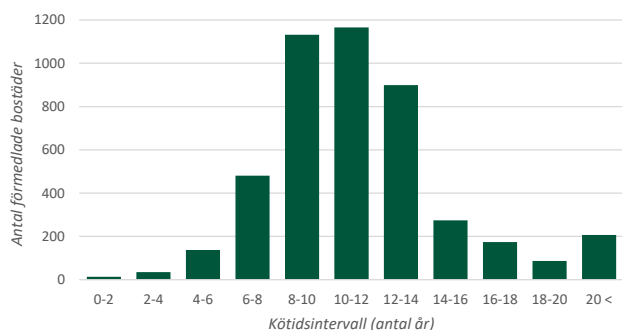
Andel hushåll efter hushållsstorlek boende i flerbostadshus per kommun, 2017



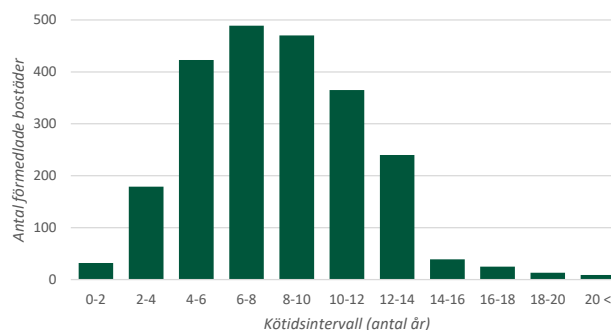
Boverket

Nedan följer en tabell över bostadskön i Stockholms län. I dagsläget står ca 680 000 personer i bostadskö i länet. Bilden nedan visar kötiden för de förmedlade bostäderna i Stockholms län. Vi bedömer detta vara en approximation av efterfrågan på hyreslägenheter i Storstockholm. För att bedöma priskänsligheten har vi även jämfört ködagar exklusive nyproduktion och endast för nyproduktion. Anledningen är att hyressättningen är mindre reglerad på nyproduktion vilket gör att hyrorna är mer marknadsanpassade.

Bostadskö äldre bestånd



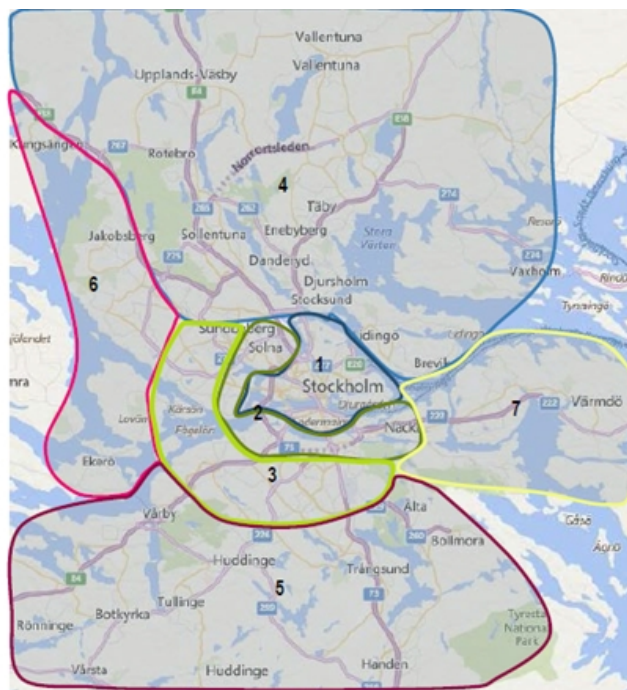
Bostadskö nyproduktion



Den främsta skillnaden mellan hyresrätter i befintligt bestånd och nyproducerade är att marknadshyror tillämpas i högre grad på nyproducerade hyresrätter vilket gör att efterfrågebilden blir annorlunda. Den viktigaste komponenten i hyressättningen är ”bruksvärdet” där lägenhetens skick snarare än läge bestämmer hyran. Nedan följer en tabell över hyresnivåerna i de olika stadsdelarna i Stockholm.

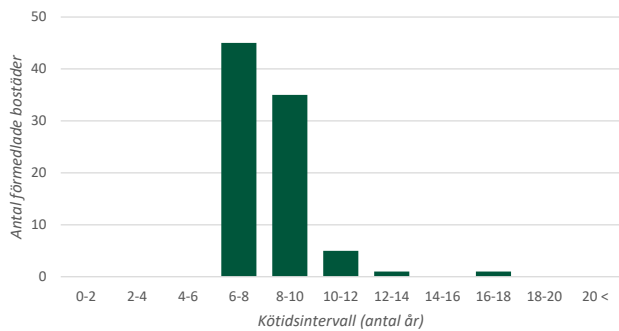
Nr	Område	Hyresnivåer kr/m ²			
		Nyproduktion	Värdeår >2000	Rotat	Orotat
1	Innerstaden	2 100 - 2 350	1 600 - 1 850	1 350 - 1 600	950 - 1 200
2	Inre ytterstad	1 700 - 2 000	1 400 - 1 600	1 200 - 1 400	850 - 1 150
3	Ytterstad	1 650 - 1 900	1 300 - 1 500	1 100 - 1 300	850 - 1 100
4	Norrortskommuner	1 650 - 1 850	1 200 - 1 450	1 050 - 1 450	850 - 1 100
5	Söderortskommuner	1 650 - 1 850	1 200 - 1 450	1 100 - 1 300	850 - 1 100
6	Västerortskommuner	1 650 - 1 850	1 150 - 1 400	850 - 1 100	850 - 1 100
7	Österortskommuner	1 650 - 1 850	1 200 - 1 500	1 050 - 1 350	900 - 1 100

Newsec

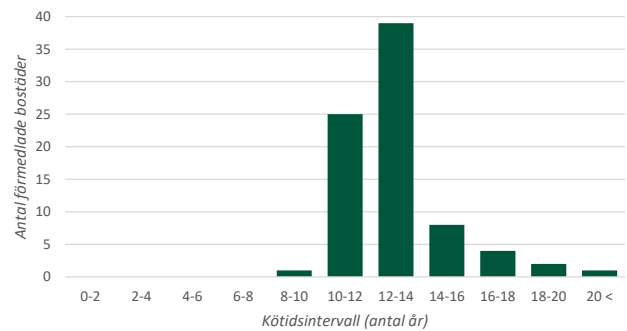


En viktig aspekt för att bedöma efterfrågan på bostäder är närheten/tillgängligheten till tunnelbana. För att visa betydelsen av detta har vi jämfört kötiderna i Fisksätra och Hökarängen, där Hökarängen ligger längs tunnelbanans gröna linje. Vi bedömer att dessa områden har en likvärdig socioekonomisk status.

Bostadskö i Fisksätra



Bostadskö Hökarängen



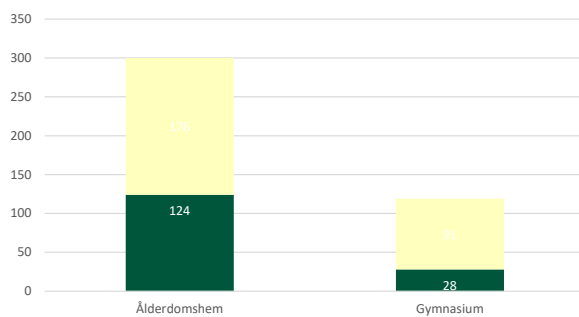
Sammanfattningsvis anser vi att bostadsfastigheter i Stockholm är en av de säkraste tillgångarna på fastighetsmarknaden. Vi bedömer att vakansrisken är låg samt att en fortsatt yieldkontraktion är möjlig på grund av efterfrågan från institutionellt kapital att hitta en källa som ger en direktavkastning. Trots planerade hyresrätter ser vi ingen tendens till att marknaden skulle mättas, de långa kötiderna tyder snarare på motsatsen.

Varför investera i samhällsfastigheter och drivkrafter på marknaden

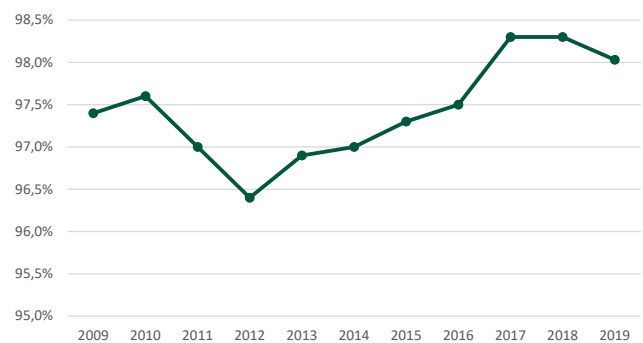
Samhällsfastigheter är fastigheter med en offentlig finansierad motpart. Det totala värdet på samhällsfastigheter i Sverige uppgår till cirka 1 000 mdkr varav omkring 20% ägs i privat regi, resten ägs av staten. Vi bedömer att andelen samhällsfastigheter ägda i privat regi kommer att öka av två anledningar:

- Pressade kommunala finanser leder till att fler kommuner väljer att sälja fastigheter för att kunna möta underskott
- **Högt investeringsbehov:** Grafen nedan visar investeringsbehovet i svenska kommuner och landsting. Grafen visar att Sverige under kommande år har en investeringspuckel i offentlig sektor. Vi bedömer att de ansträngda finansiella situationen i många svenska kommuner gör att man kommer välja att bli hyresgäst snarare än att bygga i egen regi.

Behov av nya enheter



Ekonomisk uthyrningsgrad Hemsö



SKL

Utöver det höga investeringsbehovet bedömer vi att samhällsfastigheter står inför en yieldkontraktion likt den som skett för bostadsfastigheter. Vi bedömer att samhällsfastigheter har många likheter med bostadsfastigheter och att en yieldkontraktion kommer ske av följande skäl:

Låg motpartsrisk: Vi bedömer att motpartsrisken i bostadsfastigheter och samhällsfastigheter tillhör de lägsta på marknaden. Anledningen till att vi tror att motpartsrisken är låg för samhällsfastigheter är hyresgästernas goda kreditbetyg samt långsiktighet. Se ovan för en bild över vakansutvecklingen i Hemsö, en av de största ägarna av samhällsfastigheter i Sverige.

Långa kontrakt: Den låga motpartsrisken i kombination med långa kontrakt gör att samhällsfastigheter får egenskaper som liknar en obligation men med två viktiga skillnader. Den första är att hyran justeras med minst inflationstakten varje år. Den andra är att samhällsfastigheter ger en exponering mot hyresgäster vars egna obligationer handlas till en betydligt lägre yield än fastigheterna. Samhällsfastigheter ger således en form av ränte/motpartsarbitrage.

Finansiella mål och historia

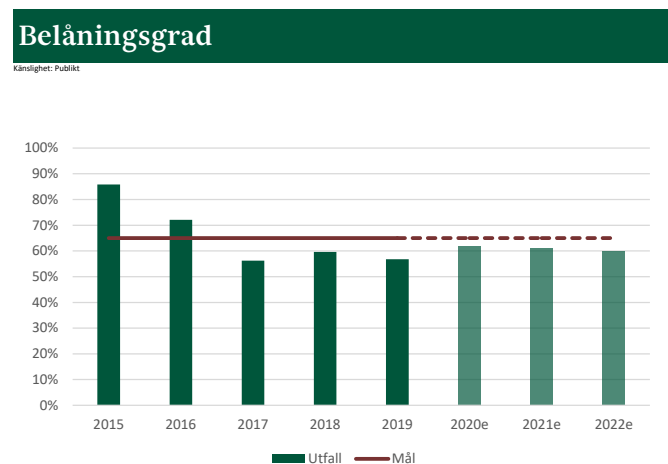
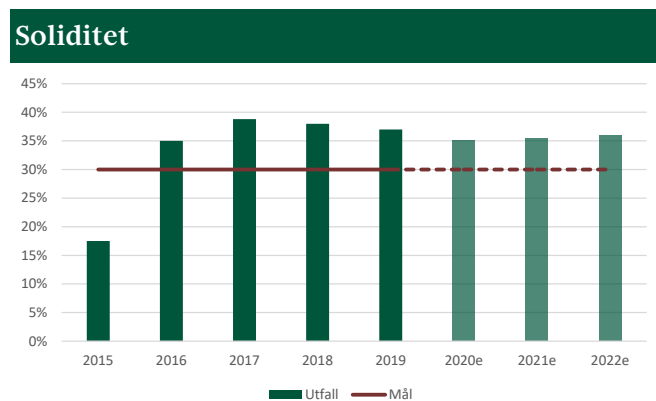
Vi delar in Signatur Fastigheters mål i två kategorier, mål kopplade till finansieringsverksamheten och operationella mål.

Finansiella mål kopplade till finansieringsverksamheten

Soliditetsmål: Signatur Fastigheter har som mål att soliditeten ska vara över 30%. I dagsläget uppgår soliditeten till 34,8%. Nedan följer en graf över hur soliditeten utvecklats de senaste kvartalen samt hur vi bedömer att den kommer att utvecklas kvartalsvis under vår prognosperiod.

LTV-mål (Loan to Value): Bolaget har som målsättning att LTV ej ska överstiga 65%. I dagsläget är nivån 62,7%.

För att summera de finansiella målen kopplade till finansiering finns det i dagsläget inte speciellt stort utrymme i balansräkningen för fortsatt finansiell expansion i form av förvärv. Vi bedömer dock att nyckeltalen ovan kommer stärkas då eget kapital expanderar till följd av värdeökningar och projektutveckling.



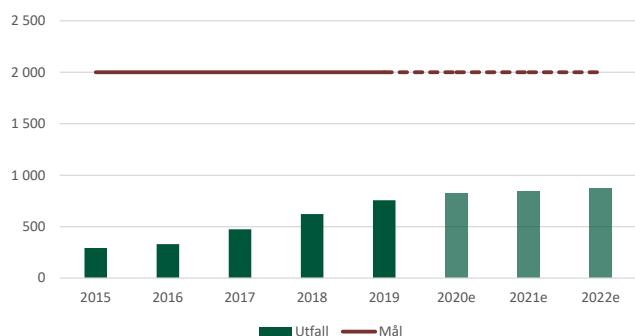
Finansiella mål kopplade till den operationella verksamheten

Portföljmål: Bolaget ska ha en fastighetsportfölj om 2 000 mkr 2021. Med likvärdig kapitalstruktur och samma antal aktier som i dag skulle det motsvara ett EPRA-NAV om 40 kr. För att nå detta mål krävs ytterligare fastighetsförvärv. Vi har inte räknat med några förvärv i våra estimat, men noterar att förvärvskapaciteten med befintlig kapitalstruktur är begränsad.

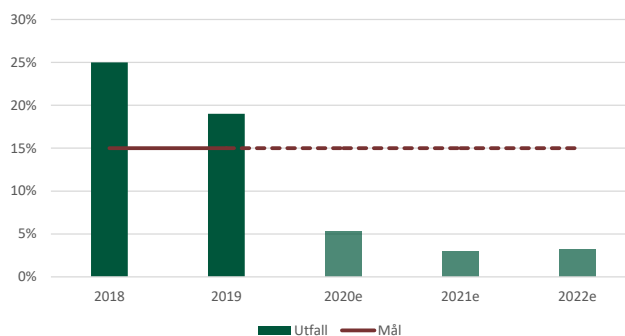
Substantillväxtmål: Bolaget ska öka sitt långsiktiga substansvärde med ~15% kommande år. Detta kräver, likt portföljmålet, ytterligare fastighetsförvärv vilket vi bedömer begränsas vid nuvarande kapitalstruktur.

Fastighetsbestånd

Känslighet: Publikt



Substansvärdetillväxt per aktie



Sammanfattningsvis har bolaget realistiska mål. Vi bedömer dock att om man ska nå målet om ett fastighetsbestånd till ett värde av 2 000 mkr 2021 är bolaget i behov en kapitalanförskaffning. Bolaget ligger relativt nära sitt mål om soliditet och belåningsgrad. Vår bedömning är att bolaget kan avvika från dessa under en kortare tid, MEN är i ett behov av ytterligare eget kapital för att nå målen. En potentiell möjlighet för bolaget vore att emittera s.k. hybridkapital i form av D-aktier eller preferensaktier.

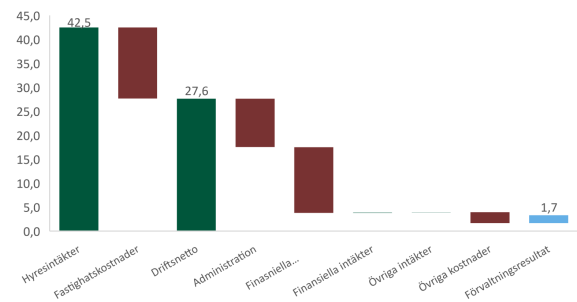
Estimat

För att prognostisera Signatur Fastigheters estimat har vi använt oss av fastighetsbeteckningen nedan i kombination med intjäningsförmågan och de normhyror som redovisas ovan. De estimat vi presenterar nedan är baserade på "going concern" och diskonterar inte några förvärv. Se ovan varför vi tror förvärv i närtid skulle kräva kapitaltillskott.

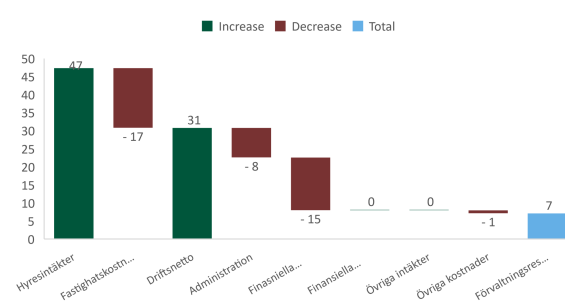
Fastighet	Kommun	Antal		Area m ² bostäder	Area m ² lokaler	Fastighet	Kommun	Antal		Area m ² bostäder	Area m ² lokaler
		Igh	Typ					Igh	Typ		
Vallhunden 8	Stockholm	64	Hyresbostäder	2 048	-	Böckaren 14	Trelleborg	4	Hyresbostäder	218	-
Bäverungen 5	Stockholm	32	Hyresbostäder	1 864	-	Repslagaren 1	Trelleborg	10	Hyresbostäder	540	-
Odenslunda 1:646	Upplands Väsby	30	Hyresbostäder	2 040	-	Repslagaren 7	Trelleborg	10	Hyresbostäder	540	-
Alven 26	Malmö	48	Hyresbostäder	2 465	1 498	Gjörloff 4	Landskrona	12	Hyresbostäder	757	-
Ankan	Malmö	11	Hyresbostäder	748	-	Korpen 14	Landskrona	24	Hyresbostäder	1 986	-
Arlöv 21:181	Burlöv	21	Hyresbostäder	1 350	-	Östra Förstaden 27	Landskrona	8	Hyresbostäder	580	-
Toarp 9:1	Malmö	4	Hyresbostäder	410	100	Safiren 1	Landskrona	5	Hyresbostäder	377	-
Bokbindaren 6	Malmö	12	Hyresbostäder	511	-	Hoppet 8	Landskrona	5	Hyresbostäder	279	-
Stammen 15	Malmö	10	Hyresbostäder	381	-	Billesholms Gärd 12:1	Bjuv	6	Hyresbostäder	540	-
Balken 6	Malmö		Industri/Byggrätt	-	1 970	Gymnasiet 4	Klippan	20	Hyresbostäder	959	-
Husie 172:75	Malmö	2	Industri/Byggrätt	200	2 170	Apollo 15	Klippan		Samhällsfastighet	-	2 547
Helmer 4	Malmö		Huvudkontor	-	280	Skvadronen 9	Klippan		Samhällsfastighet	-	987
Bryggaren 1	Trelleborg	11	Hyresbostäder	502	-	Gullvivan 5	Vimmerby		Samhällsfastighet	-	2 588
Bryggaren 14	Trelleborg	7	Hyresbostäder	480	-	Blålockan	Vimmerby		Samhällsfastighet	-	2 660
Böckaren 12	Trelleborg	4	Hyresbostäder	200	-	Hässleholm 3:422	Hässleholm	38	Hyresbostäder	1 330	2 185
Böckaren 13	Trelleborg	4	Hyresbostäder	230	-						

Givet intjäningsförmåga och normhyror bedömer vi att hyror och driftnetto kommer att utvecklas enligt nedan. Vi bedömer att den överskottsgrad som Signatur Fastigheter redovisar ligger i linje med övriga bolag som äger liknande fastigheter. För att räkna ut förvaltningsresultatet har vi använt oss av intjäningsförmågan som bas. Nedan följer en brygga hur hyresintäkter förhåller sig till övriga poster och förvaltningsresultatet kommande två år.

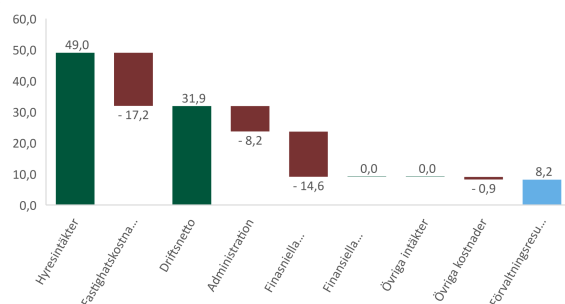
Hyresintäkter och förvaltningsresultat 2020 (mkr)



Hyresintäkter och förvaltningsresultat 2021 (mkr)



Hyresintäkter och förvaltningsresultat 2022 (mkr)

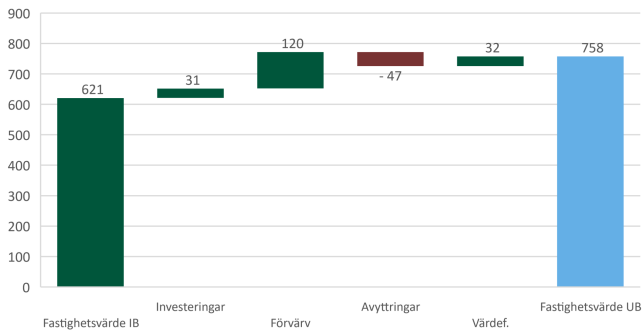


Vi bedömer att den viktigaste komponenten för Signatur Fastigheter är finansieringsaktiviteten. Nedan följer en känslighetstabell hur snitträntan påverkar förvaltningsresultatet 2021.

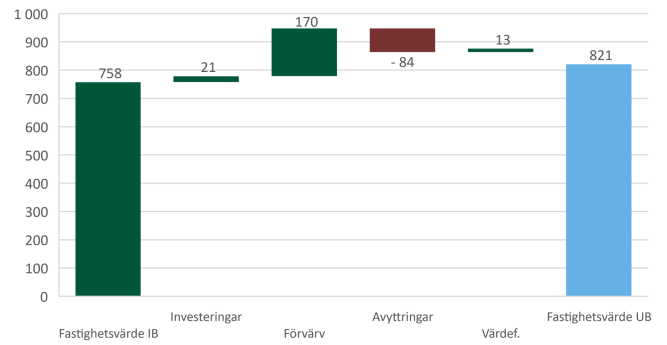
	Snittränta (X-axel) Överskottsgrad (Y-axel) mkr					
	2,4%	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%
62%	8,4	7,4	6,3	5,3	4,2	3,2
63%	8,9	7,8	6,8	5,8	4,7	3,7
64%	9,4	8,3	7,3	6,2	5,2	4,1
65%	9,8	8,8	7,7	6,7	5,7	4,6
66%	10,3	9,3	8,2	7,2	6,1	5,1
67%	10,8	9,7	8,7	7,6	6,6	5,6
68%	11,2	10,2	9,2	8,1	7,1	6,0
69%	11,7	10,7	9,6	8,6	7,5	6,5

Vi antar en mindre värdeökning kommande år i beståndet givet den indexering vi ser av hyresintäkterna. Vi anser dock att den främsta drivkraften för EPRA-NAV-tillväxt är sjunkande finansieringskostnader eller ett tillskott av externt eget kapital för att öka förvärvstakten. Sammanfattningsvis ser vi en låg risk i Signaturs estimat och bedömer att man kommer kunna ackumulera kassaflöde kommande år. Den huvudsakliga risk vi ser i estimaten är att finansieringskostnaderna kommer stiga till följd av en kärvare kreditmarknad. Denna risk skulle kunna sjunka om bolaget väljer att förlita sig på extern skuld snarare än banklån. Nedan följer två vattenfallsdiagram hur fastighetsportföljen utvecklats under 2019-2022.

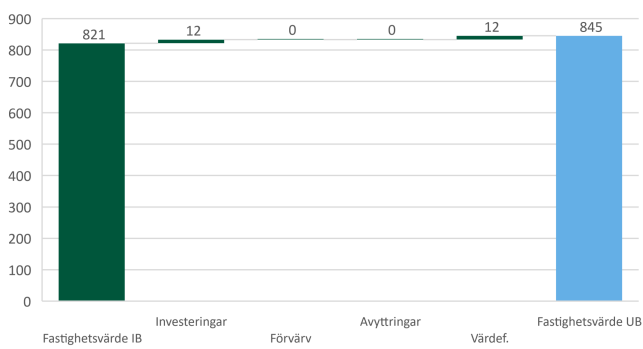
Fastighetsbestånd 2019



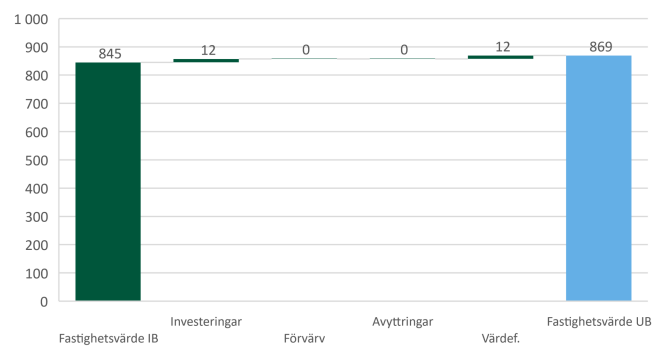
Fastighetsbestånd 2020



Fastighetsbestånd 2021



Fastighetsbestånd 2022



Fastigheter under detaljplan

Nedan följer en översikt på det detaljplansarbete som Signatur Fastigheter i dagsläget är engagerade i.

Pågående projektarbete	Lägenheter		Fastighetsvärde	Hyresvärde	Investering	Bokfört värde
	Antal	Area				
Stockholm	76	4 342	194 944 000	9 552 400	107 695 000	28 200 000
Malmö	152	10 020	357 660 000	18 036 000	233 560 000	37 300 000
Summa	228	14 362	552 604 000	27 588 400	341 255 000	65 500 000

Skulle samtliga detaljplaner uppnå bedömt fastighetsvärde och finanseras utan tillskott av externt kapital med befintlig kassa skulle detta motsvara nästan 28 kr i ökat substansvärde. Vi anser att planerna ovan ligger minst fyra år framåt i tiden så nuvärdet av dessa fastigheter givet en diskonteringsränta om 12% är ungefär 16 kr. Detta är dock inte möjligt då Signatur Fastigheter inte besitter det kapital/kassa som krävs för investeringarna. Nedan följer en känslighetstabell på hur mycket NAV/aktie som kan adderas givet olika kapitalstruktur på projekten. Diskonteringsräntan är fortfarande 12% och värdena ligger i snitt fyra år framåt i tiden.

	% andel skuld (X-axeln), Diskonteringsränta (Y axeln)							% andel hybrid (X-axeln), Diskonteringsränta (Y axeln) belåningsgrad 50%					
	30%	40%	50%	60%	70%	80%		30%	40%	50%	60%	70%	80%
10,5%	15,2	14,1	12,9	11,8	10,6	9,5	10,5%	9,5	8,3	7,1	6,0	4,8	3,7
11,0%	15,0	13,8	12,7	11,6	10,4	9,3	11,0%	9,3	8,2	7,0	5,9	4,8	3,6
11,5%	14,7	13,6	12,5	11,4	10,2	9,1	11,5%	9,1	8,0	6,9	5,8	4,7	3,6
12,0%	14,4	13,3	12,2	11,2	10,1	9,0	12,0%	9,0	7,9	6,8	5,7	4,6	3,5
12,5%	14,2	13,1	12,0	11,0	9,9	8,8	12,5%	8,8	7,7	6,7	5,6	4,5	3,4
13,0%	13,9	12,9	11,8	10,8	9,7	8,6	13,0%	8,6	7,6	6,5	5,5	4,4	3,4
13,5%	13,7	12,6	11,6	10,6	9,5	8,5	13,5%	8,5	7,5	6,4	5,4	4,3	3,3
14,0%	13,4	12,4	11,4	10,4	9,4	8,3	14,0%	8,3	7,3	6,3	5,3	4,3	3,3

Vi bedömer att det troligaste är att Signatur Fastigheter finansierar projekten med emission av hybridkapital. Ovan följer en känslighetstabell över hur mycket eget kapital per stamaktie skulle öka givet olika grader av hybridkapital.

Sammanfattningsvis ser vi ett övervärde i Signatur Fastighets utvecklingsportfölj. Vi bedömer att detta kommer att realisera sig på 24-36 månaders sikt. Vi bedömer att det kan tillföra 4-8 kr på NAV nästkommande år.

Värdering

Nedan följer en genomgång av de större noterade svenska fastighetsbolagen och deras portföljsammansättning. Vi har valt att djupdyka i de bolag med fokus på bostadsfastigheter.

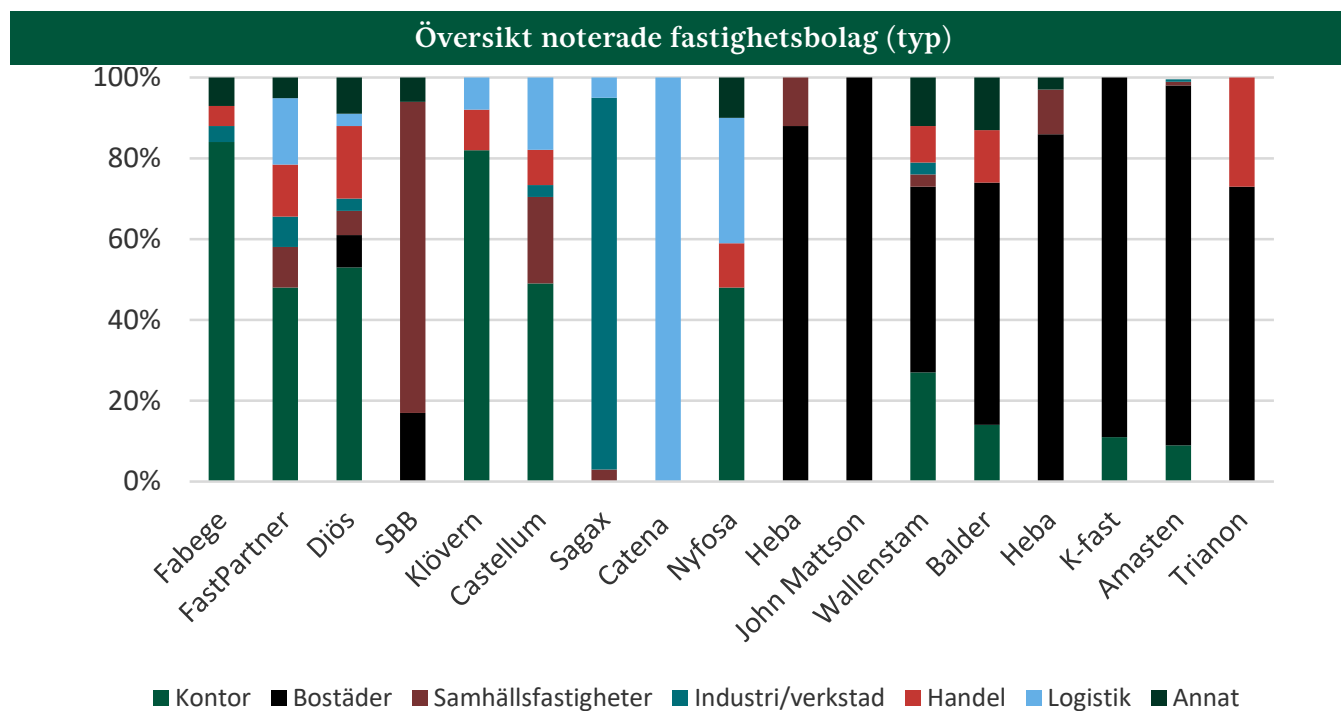
HEBA: Ett fastighetsbolag med fokus på hyresbostäder och samhällsfastigheter inriktat på eftertraktade lägen i Stockholmsregionen. Fastighetsbeståndet är väl koncentrerat både geografiskt och sett till fastighetstyp. Hyresbostadsfastigheter svarar för 86% av beståndet och samhällsfastigheter utgör 11%. För att fortsätta utveckla sitt fastighetsbestånd arbetar bolaget med fastighetsförädling, nyproduktion och förvärv. Ett kvitto på att strategin går åt rätt håll är att bolaget har en relativt hög standard på bostäderna i sin portfölj och 67% av beståndet är nyproduktion/moderniserat. Sett till belåningsgraden i Q2'20 är Heba det fastighetsbolag, efter Fabege, med lägst skuldsättning. Vid samma tillfälle uppgick den genomsnittliga räntan till 1,37%.

Översikt noterade fastighetsbolag (värdering)

Bolag	EPRA-NAV	P/EPRA-NAV	Pot. (Par)	Pris	Överskottg.	Belåningsgrad	Vakansgrad	P/F-resultat (TTM)	Tillväxt F-resutlat (TTM)	F-res./aktie
Fabege	150,0	0,85x	18%	127,3	74%	34,0%	8,0%	27,7x	-2%	4,59
FastPartner*	82,2	1,06x	-5%	86,9	72%	46,1%	9,7%	16,7x	20%	5,21
Diös	73,8	0,85x	18%	62,4	69%	54,9%	11,0%	8,9x	-2%	7,02
SBB*	19,9	1,36x	-27%	27,1	68%	50,0%	6,0%	11,5x	264%	2,35
Klövern	21,8	0,74x	35%	16,1	65%	53,0%	12,0%	11,1x	-13%	1,45
Castellum	199,0	1,01x	-1%	201,5	76%	43,0%	6,0%	16,7x	9%	12,05
Sagax*	61,1	2,57x	n.a.	156,8	82%	44,0%	5,0%	25,7x	23%	6,09
Wihlborgs	142,2	1,20x	-16%	170,1	73%	52,5%	8,0%	14,2x	7%	11,94
Catena*	207,8	1,91x	n.a.	397,0	82%	55,7%	4,1%	21,2x	13%	18,71
NP3 *	72,6	1,70x	n.a.	123,4	75%	58,7%	8,0%	13,6x	14%	9,070
Kungsleden*	96,1	0,88x	14%	84,3	68%	45,3%	9,3%	15,1x	6%	5,58
Wallenstam	*93,8	1,40x	-29%	131,5	76%	46,0%	2,0%	38,3x	0%	3,44
AL	204,6	0,71x	41%	145,2	66%	41,2%	8,0%	16,0x	-10%	9,05
Balder	355,0	1,21x	-18%	430,6	76%	48,3%	4,0%	18,9x	4%	22,81
Heba	82,2	1,36x	-26%	111,5	69%	36,7%	0,2%	51,1x	2%	2,18
John Mattson	114,0	1,39x	-28%	158,0	68%	46,9%	6,1%	60,4x	113%	2,62
K-fast	83,2	2,80x	-64%	232,6	67%	53,4%	5,0%	131,2x	26%	1,77
Amasten	6,9	1,19x	-16%	8,2	54%	52,8%	7,0%	38,1x	148%	0,22
Trianon	97,6	1,38x	-28%	135,0	64%	56,8%	6,0%	34,9x	31%	3,87

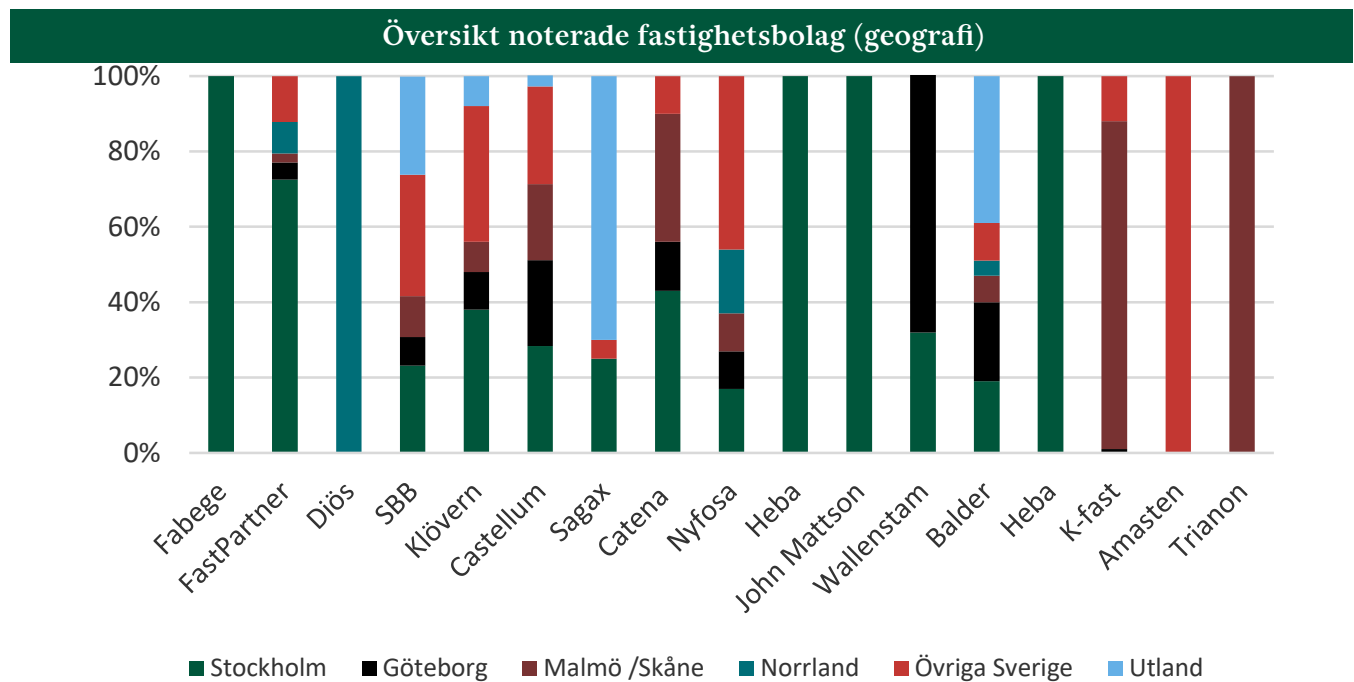
John Mattson: Äger framför allt bostadsfastigheter på Lidingö men har även utökat beståndet till bostäder i Sollentuna. Bolaget är för närvarande etablerat i tre kommuner i Stockholmsregionen: Lidingö, Sollentuna och Slakthusområdet i Stockholm. Fastighetsbeståndet är fördelat på 91% bostäder och 9% kommersiella lokaler. Bolaget har en strategi, så kallad Rullande ROT, där man successivt renoverar befintligt bestånd för att kunna höja hyrorna. Vidare ska de fastigheter och byggrätter som förvärvas ha en utvecklingspotential samt vara placerade i närhet till välfungerande infrastruktur. John Mattson har en belåningsgrad på 47% och en genomsnittlig ränta på 1,9% i den senast rapporterade perioden.

Wallenstam: Bolaget har ett fastighetsbestånd bestående av bostadsfastigheter (56%), kommersiella fastigheter (39%) och samhällsfastigheter (5%). Fastigheterna är geografiskt koncentrerade till Stockholm, Göteborg och Uppsala. Majoriteten av bostäderna finns i Region Stockholm och de kommersiella fastigheterna finns främst i centrala Göteborg. Utöver detta fastighetsbestånd ägnar sig bolaget även åt nyproduktionsverksamhet där man främst bygger hyresrätter för egen förvaltning. Till följd av Covid-19 har regeringen tagit fram en lista på de branscher som har påverkats mest negativt, dessa utgör cirka 13% av Wallenstams totala hyresvärde. I Q2'20 hade Wallenstam en snittränta på 1,2% och en belåningsgrad på 46%.



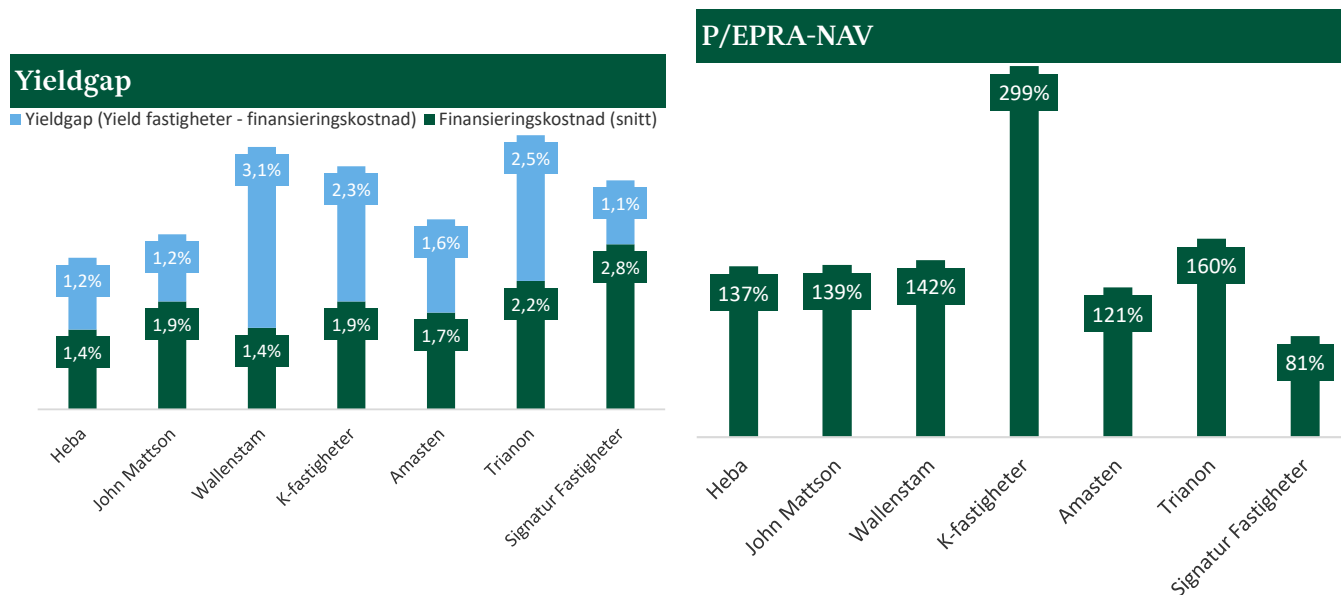
K-fastigheter: Verksamheten är främst inriktad på projektutveckling där 75% av resultatet efter skatt under H1 2020 kommer från denna typ av verksamhet. Resterande del av resultatet är relaterad till fastighetsförvaltning. K-fastigheter bygger framför allt hyresfastigheter som bolaget sedan behåller och förvaltar. Geografisk koncentration på fastighetsbeståndet är södra Sverige där större delen av portföljen finns i Skåne med huvuddelen, 41%, i nordöstra Skåne och 39% i nordvästra Skåne. Vid utgången av andra kvartalet 2020 stod bostäder för 89% av fastighetsvärdet och lokaler representerade 11%. Vid samma måttid var belåningsgraden 53% och K-fastigheter hade en genomsnittlig ränta på 1,85%.

Amasten: Ett fastighetsbolag vars verksamhet är inriktad mot förvärv, förvaltning, utveckling och nyproduktion av fastigheter. Majoriteten av fastighetsbeståndet består av bostäder (92%) där resterande del är fördelat på andra lokaler såsom kontor, butik och industri. Vidare är portföljen av fastigheter placerade i tillväxtkommuner i medelstora svenska städer. Beståndet är uppdelat i tre kategorier: Hubb Norr, Hubb Öst och Hubb Mitt. En del av verksamheten är fokuserad på att uppgradera och renovera befintligt bestånd för att i nästa skede kunna höja intäkterna. En annan del är inriktad mot projektutveckling, där man via sitt dotterbolag, Riki Bygg, bygger fastigheter. I Q2'20-rapporten framgick att belåningsgraden var 53% och snitträntan 1,7%.



Trianon: Ett Malmöbaserat fastighetsbolag med en strategi att förvärva, utveckla samt bygga bostäder och kommersiella lokaler i Malmö med omnejd. Fokus är att fortsätta växa i Malmö men med möjligheten att även investera i Malmös kranskommuner. Fastighetsbeståndet består av bostäder, handel- och kontorsfastigheter samt samhällsfastigheter. Bostäder och samhällsfastigheter utgör majoriteten av portföljen och svarar för cirka 75% av fastighetsbeståndet vid årsskiftet 2019/2020. Målet är att denna del ska växa och utgöra 80% av fastighetsbeståndet. På en mer detaljerad nivå utgör bostäder 64% av fastigheterna, handel 19%, samhällsfastigheter 11% och kontor 6%. Bolaget har en belåningsgrad på 57% och en genomsnittlig ränta på 2,2%.

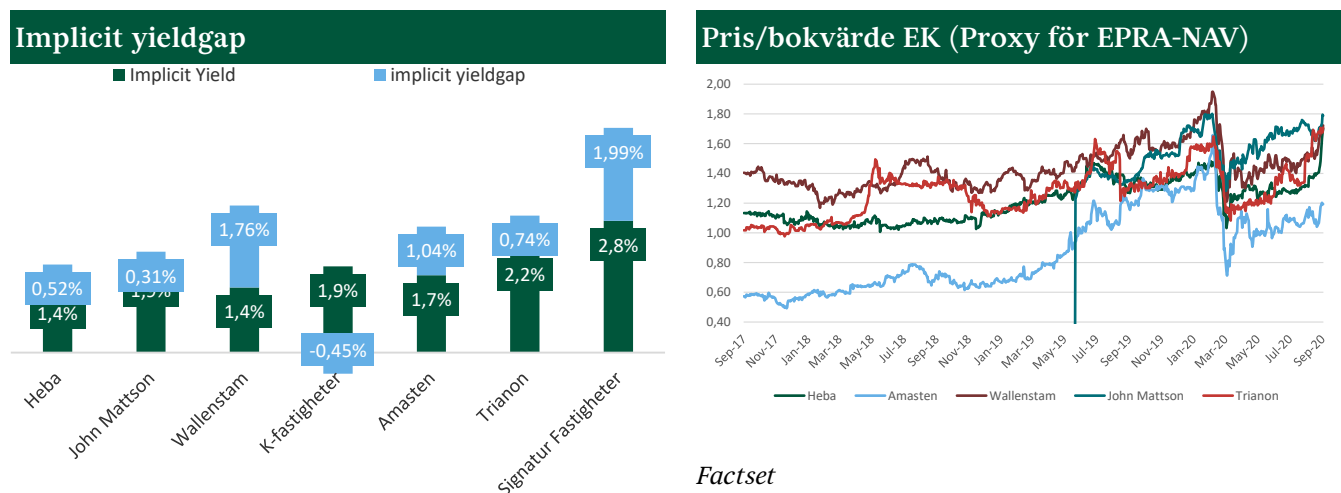
Nedan visar vi också två av de viktigaste värderingsmultiplarna för fastighetsbolag, P/EPRA-NAV och yieldgap för de fastighetsbolag med fokus på bostadsfastigheter. Här ser vi att Signatur Fastigheter handlas till en kraftig rabatt i jämförelse med övriga bolag.



Vi väljer även att titta på implicit yieldgap då detta är ett mått på hur mycket kapital, givet en viss värdering, som tillfaller aktieägarna. Se nedan för beräkning av implicit yieldgap:

$$(\text{direktavkastning fastigheter} - \text{finansieringskostnader}) / (\text{P/EPRA-NAV})$$

Detta mått visar varför Signatur fastigheter ska värderas på en rabatt om 10-15% i jämförelse med övriga noterade bostadsbolag. De höga finansieringskostnaderna eroderar stora delar av intjäningen för bolaget.



Sammanfattningsvis ser vi att börsen värderar bostadsfastighetsbolag på ett premium mot EPRA-NAV. Vi bedömer dock att Signatur Fastigheter, givet bolags höga finansiella kostnader, ska värderas med en rabatt jämfört med övriga noterade fastighetsbolag med fokus på bostäder. Detta gör att vi ser ett motiverat värde om 16-18 kr. Kan bolaget hitta en partner alternativt hitta extern finansiering ser vi ett motiverat värde om 20-22 kr på 24-36 månaders sikt.

ESG-Profil

Signatur Fastigheter har i nuläget inte etablerat ett hållbarhetsarbete med uppsatta rutiner och mål. Bolaget har en medvetenhet om hållbarhet där man bland annat mäter elförbrukning för sina fastigheter. Vidare rapporterar bolaget energiförbrukningen internt men det finns inga kvantifierade mål. Nästa steg i hållbarhetsutvecklingen är att etablera mål kopplade till hållbarhet.

Environment

I sin natur har verksamheten ett begränsat miljöavtryck. De primära utsläppen härstammar från elförbrukning. Det finns ett allmänt tankesätt att verksamheten ska bedrivas så resurssnålt som möjligt med begränsad påverkan på sin omgivning. I nuläget finns det inga upprättade mål angående minskad elförbrukning eller exempelvis andel grön el. Däremot rapporteras elförbrukningen internt vilket talar för att mål kan sättas upp som ett nästa steg i hållbarhetsarbetet. En del av bolagets verksamhet är inriktad på projektfastigheter. I dessa processer finns det ett naturligt hållbarhetsarbete eftersom det vanligtvis finns krav på materialanvändning och energianvändning.

Social

Signaturs samhällsengagemang sker genom fastighetsförvärv. Exempelvis jobbar bolaget tillsammans med kommuner för att skapa trygga utemiljöer omkring fastigheterna som man äger. Ett samhällsengagemang tas också genom att en del av fastighetsbeståndet består av samhällsfastigheter där Signatur exempelvis har LSS-boende.

Governance

Det finns ingen framtagen uppförandekod vilket kan förklaras med att bolaget är litet sett till antal anställda där man under 2019 var sju anställda. Ledningen består i dagsläget av tre personer och styrelsen består av fem personer. Det finns inga kvinnor representerade i företagsledningen. Ersättningen till ledande befattningshavare under 2019 uppgick till 1 427 tkr.

Resultaträkning

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Hysesintäkter	29	34	42	47	49
Övriga intäkter	1	1			
Fastighetskostnader	-12	-12	-15	-17	-17
Driftnetto	18	23	28	31	32
Administrationskostnader	-10	-11	-10	-8	-8
Övriga kostnader	0	0	-2	0	0
Finansnetto	-7	-9	-14	-15	-15
Förvaltningsresultat	1	3	2	8	9
Värdeförändringar, fastigheter	59	34	20	12,0	12
Jämförelsestörande poster		-8			
Resultat före skatt	59	29	21	20	21
Betald skatt	0	0	-1	-1	-1
Uppskjuten skatt	-8	-5	-2	-7	-7
Minoritetsintressen					
Nettoresultat Rapporterat	51	24	18	11	12

Kassaflöde

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	51	24	18	11	12
Icke kassaflödespåverkande poster	-46	-27	-10	-12	-12
Förändringar i rörelsekapital	-16	20	-19	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-3	23	-8	6	8
Investeringar	-121	-135	-149	-12	-12
Avyttringar	16	48	81	0	0
Fritt Kassaflöde	-109	-64	-76	-6	-4
Upptagna lån	153	121	132	0	0
Amotering av lån	-50	-48	-60	0	0
Nyemission	4	4	0	0	0
Leasing	0	0	0	0	0
Transaktioner med minoriteten	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-1	12	-3	-6	-4
Icke kassaflödespåverkande poster					
Nettoskuld (just)					

Balansräkning

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR					
Materiella anläggningstillgångar					
Förvaltningsfastigheter	621	757	821	845	869
Nyttjanderättstillgångar förvaltningsfastigheter		7	7	7	7
Maskiner och inventarier	2	3	3	3	3
Nyttjanderättstillgångar		0	2	2	2
Pågående nyanläggning	2	1	2	2	2
Summa materiella anläggningstillgångar	626	769	835	859	883
Finansiella anläggningstillgångar					
Långfristiga fordringar	12	10	25	25	25
Summa finansiella anläggningstillgångar	12	10	25	25	25
Omsättningstillgångar					
Lager	0	0	26	26	26
Kundfordringar	1	4	7	8	8
Övriga fordringar	16	7	5	5	5
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1	2	3	3	3
Likvida medel	7	19	13	8	3
Summa omsättningstillgångar	25	32	54	49	45
SUMMA TILLGÅNGAR	663	812	914	932	952
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Aktiekapital	1	13	13	13	13
Övrigt tillskjutet kapital	119	140	141	141	141
Balanserade vinstmedel inklusive årets resultat	132	148	166	177	189
Minoritetsintressen	0	1	1	1	1
Summa Eget Kapital	252	301	320	331	343
Uppskjuten skatteskuld	24	28	31	39	46
Räntebärande skulder	342	430	432	432	432
Långfristiga leasingkulder	0	7	9	9	9
Summa Långfristiga skulder	366	465	472	480	487
Kortfristiga räntebärande skulder	35	20	89	89	89
Kortfristiga leasingkulder	0	1	0	0	0
Leverantörsskulder	4	8	10	11	11
Skatteskulder	0	1	1	1	1
Övriga Kortfristiga skulder	1	10	6	6	6
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4	7	14	14	14
Summa kortfristiga skulder	45	46	121	121	122
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	663	812	914	932	952

Nyckeltal

Aktiedata					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Förvaltningsresultat/aktie	0,0	0,1	0,1	0,4	0,4
FCF/aktie	-6,2	-3,2	-3,8	-0,3	-0,3
Utdelning/aktie	-	-	-	-	-
EK/Aktie	14,5	15,2	16,1	16,7	17,3
EPRA-NAV/Aktie	14,0	16,9	17,8	18,4	18,9
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	17,4	19,7	19,8	19,8	19,8
Tillväxt och marginaler					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Hyrestillväxt	10%	17%	26%	11%	3%
Överskottsgrad	62%	69%	65%	65%	65%
Tillväxt i förvaltningsresultat/Aktie	-101%	265%	-56%	481%	15%
Tillväxt i EPRA-NAV/Aktie	-84%	21%	5%	3%	3%
Lönsamhet					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
ROE	20%	8%	6%	3%	3%
Finansiell ställning					
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoskuld, rapporterad	370	430	509	515	520
Soliditet	38%	37%	35%	35%	36%
Skuldsättningsgrad	163%	170%	185%	182%	178%
Nettoskuld/EBITDA	0,1x	0,3x	0,1x	0,5x	0,6x

Kvartalsvis data

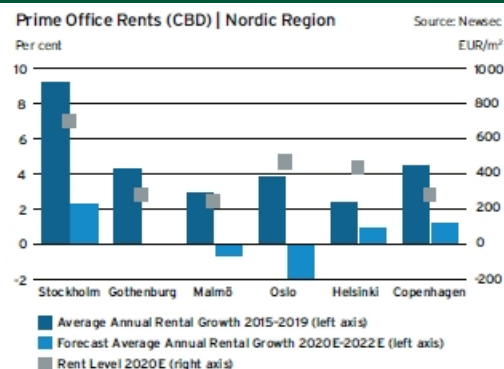
	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q4'19	Q1'20	Q2'20
Hysesintäkter	7	8	9	8	7	9	10	10
Fastighetskostnader	-2	-4	-4	-2	-2	-3	-4	-3
Driftnetto	5	4	4	6	5	7	6	7
Administrationskostnader	-2	-4	-3	-2	-3	-3	-3	-3
Övriga kostnader/intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-3	-3
Förvaltningsresultat	1	-2	-1	2	-1	1	-2	1
Värdelösa förändringar, fastigheter	53	3	-1	9	8	18	2	12
Resultat före skatt	54	1	-1	11	0	19	-1	13
Skatt	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	45	2	-1	8	-2	19	-1	13
	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q4'19	Q1'20	Q2'20
Hysesintäkter (Tillväxt y/y)	-	-	-	-	-4%	11%	12%	19%
Förvaltningsresultat (Tillväxt y/y)	-	-	-	-	-	-	-	-
Överskottsgrad	67%	50%	49%	76%	67%	70%	60%	70%

Appendix

Fastighetsmarknaden

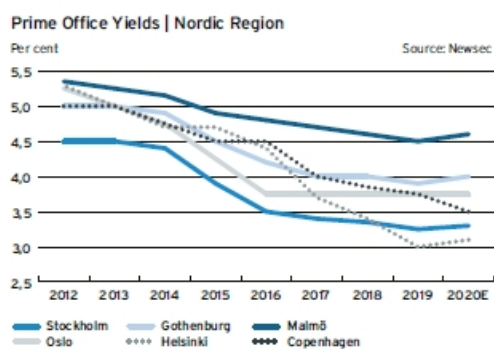
Den svenska fastighetsmarknaden har under de senaste åren varit rekordstark. Det tydligaste exemplet på detta är hyresutvecklingen för kontor i Stockholm. Även prime office yield är på låga nivåer, dock är yieldgapet (skillnaden mellan direktavkastning på fastigheter och ränta) inte nere på rekordnivåer vilket tyder på att marknaden ännu inte nått en peak.

Hyror kontor i nordiska huvudstäder



Newsec

Yieldgap



Newsec

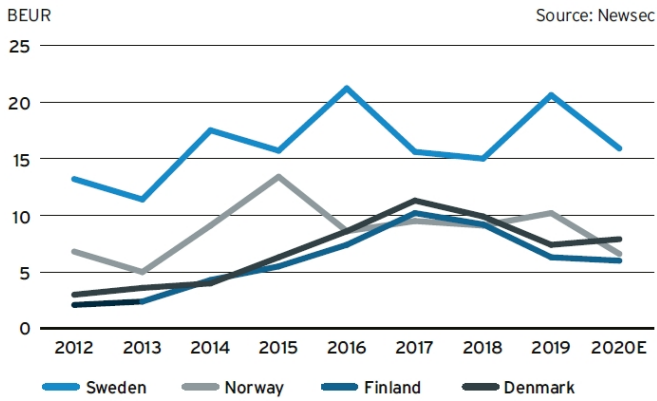
Fastighetsmarknaden i Sverige i allmänhet och Stockholm i synnerhet har de senaste åren drivits av en gynnsam räntemiljö (som yieldgapet antyder) samt en stark svensk makroekonomi med låg arbetslöshet och relativt stark tillväxt. Tillväxten har i huvudsak drivits av Stockholmsregionen då tjänstesektorn vuxit kraftigt. Vi bedömer att de fortsatt låga räntorna kommer att driva både värdering och transaktionsvolym.

Svenska transaktionsmarknaden

Den svenska transaktionsmarknaden har under de senaste åren varit stark och volymerna har slagit nya rekord. Under 2019 slogs ett nytt rekord för fastighetstransaktioner då affärer för ca 228 mdkr genomfördes. De största förvärvarna under 2019 har varit listade bolag där bl.a. SBB ingår. För bostadsfastigheter har marknaden de senaste två åren dominerats av det tyska bolaget Vonovia som under 2018-2019 förvärvat de noterade bostadsfastighetsbolagen Victoria Park och Hembla (tidigare D. Carnegie). Bostadsfastigheter stod därför för ca 30% av transaktionsvolymen 2019 vilket är den högsta andelen sedan 2007.

Transaktionsvolymmer

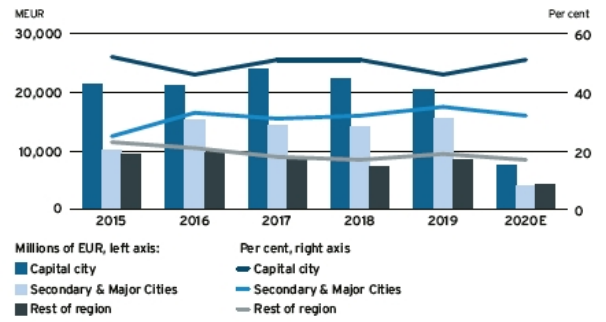
Transaction Volumes – Annual | Nordic Region



Newsec

Transaktionsmarknaden (geografi)

6. Transaction volumes by location



Newsec

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

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

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

Potential och risk

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

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

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

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

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

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

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

Allmänt

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

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

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

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

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

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

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

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