



UPPDRAGSANALYS
14 maj 2018

AMASTEN

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Fortsatta värdeökningar.....	2
Temperatur.....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk.....	3
Historik och verksamhetsbeskrivning.....	4
Fastighetsbestånd.....	4
Mål och strategi.....	6
Makroekonomisk inverkan.....	7
Räntor.....	7
Preferensaktien och obligationslånen.....	8
Den svenska bostadsmarknaden.....	8
Mindre orters demografi.....	9
Ledning och ägare.....	10
Vd.....	10
Förvaltningschef.....	10
CFO.....	10
IT/Hållbarhetschef.....	10
Affärsutvecklingschef.....	10
Styrelsen.....	10
Styrelseordförande.....	10
Övriga styrelseledamöter.....	10
Jämförelse med andra fastighetsbolag.....	11
Arbitrageligan.....	13
Ökat fastighetsbestånd, ökad vinst.....	14
Slutligt värdeomdöme.....	16
Disclaimer.....	17

Fortsatta värdeökningar

Tack vare värdeökningar på cirka 37 miljoner kronor kopplat till bättre uthyrning under kv1/2018 är nu Amastens substansvärde uppe på 4,85 kronor per aktie (efter 10 procent latent skatt) och 5,40 kronor per aktie som EPRA NAV. Vi kommer fram till en motiverad kurs om 4,11 kronor (3,8) i vårt Bas-scenario.



Amasten sticker ut bland de noterade fastighetsbolagen med sin inriktning på hyresbostäder i kommuner med färre än 50 000 innevånare. Fastigheterna är indelade i fyra fastighetshubbar: Sundsvall, Mälardalen, Finspång och Blekinge. Genom fastighetsförvärv har bolaget blivit en relativt betydande aktör i bland annat Blekinge och Finspång. Det ger

kalfördelar och stark närvaro i respektive region och ort. Bolaget siktar nu in sig på några regionstäder som Sundsvall där ett köp har genomförts. I regionstäderna finns det en större lönsam marknad för renovering av hyresbostäder till högre hyra.

Finansieringsmässigt har bolaget valt obligationslån för att låna till fortsatt tillväxt och har nu en genomsnittlig räntenivå på 3,0 procent. Amasten har en god differens mellan direktavkastning på sina fastigheter och bolagets låneränta, även om den är lägre än övriga fastighetssektorn. Bolaget har ändå goda möjligheter till fortsatta förvärv speciellt som aktien blivit en bättre betalningsvaluta på sistone. Ett växande bestånd ger stordriftsfördelar och bidrar till att öka vinsten per aktie, oaktat värdeförändringar som uppgick till cirka 37 miljoner kronor i kvartal 1/2018 (drygt 1 procent värdeökning i förhållande till bokförda värden).

Amasten-aktien är bland de billigaste i fastighetssektorn i förhållande till substans. Bolagets intjäningsförmåga (resultat exklusive värdeökningar) ökar med 29 procent vid nettoköp av fastigheter för cirka 1,6 miljarder kronor. Detta ger i vårt Bas-scenario en motiverad aktiekurs om 4,11 kronor. Givet +/-1 miljard kronor i fastighetsförvärv och +/-10 procent i fastighetsvärdering ändras den motiverade aktiekursen till 3,18 kronor i vårt Bear-scenario och 4,95 kronor i Bull-scenariot.

Datum: 14 maj 2018
 Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Amasten AB
 Lista: FIRST NORTH
 Vd: Jan-Erik Højvall
 Styrelseordförande: Rickard Backlund
 Marknadsvärde: 579 MSEK (exklusive preferensaktier)
 Senast: 3,75 SEK
 Kort om Amasten: Amasten är ett fastighetsbolag som varit noterat sedan 2013. Bolaget äger cirka 200 fastigheter värda omkring 2,9 miljarder kronor varav 64 procent är bostäder. Beståndet är spritt på omkring sexton orter från Helsingborg i söder till Sundsvall i norr. Större fastighetshubbar finns i Blekinge, Finspång, Karlskoga och Sundsvall.

Möjligheter och styrkor: Företaget har visat sig behärska lokal bostadsförvaltning på sina större orter, bland annat i Finspång. De har också lyckats höja hyresintäkterna genom att renovera bostadslägenheter. Den största möjligheten är att låta expandera bolaget genom fastighetsförvärv och emission av nya aktier. Detta eftersom bolaget då kan slå ut sina administrationskostnader på en större volym och samtidigt tillgodoräkna sig lägre räntenivåer.

Risker och svagheter: Bolaget är mer räntekänsligt än sina börsnoterade fastighetskollegor. Vidare äger bolaget fastigheter på en del mindre orter där möjligheten att sälja fastigheterna är beroende av lokal lånefinansiering och därmed också mer känsliga för kreditklimatet. Därtill är bostäder mer förvaltningsintensiva än kommersiella lokaler.

Värdering: Bear 3,18 kr Bas 4,11 kr Bull 4,95 kr

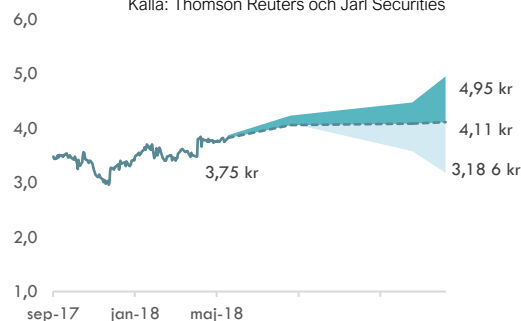
Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Hysesintäkter	246	274	284	341	430	
Rörelseresultat	211	135	151	154	201	
Resultat före skatt	169	68	87	79	108	
Årets resultat	132	46	70	67	92	
Resultat per aktie, kr	0,78	0,20	0,33	0,24	0,32	
P/E-tal	4,3	17,1	11,5	15,7	11,8	
Nettoskuld	1 517	2 017	2 178	2 614	3 051	
Eget kapital	856	908	1 162	1 475	1 681	

Källa: Amasten och Jarl Securities.

AMASTEN

Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Jan-Erik Højvall har gått den långa vägen i fastighetsbranschen via ledande positioner i större företag som Skanska, Drott, Akelius och Rikshem. I februari 2018 tillsattes en ny ledningsgrupp med personer övervägande med 20 till 30 års yrkeserfarenhet och främst från Akelius och Rikshem. Styrelsen förstärks med tre personer, däribland den tidigare VD:n för NCC-koncernen, Peter Wägström.

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



Länsförsäkringar är bolagets tredje största ägare, ett bra kvitto för ett växande mindre fastighetsbolag. I övrigt en viss omsättning i ägandet via apportioneringar.

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



Med en soliditet om 30 procent per 31 mars 2018 och preferensaktieutdelning om 16 miljoner kronor per år är finansieringskostnaderna relativt stora. Detta är normalt för sektorn men tynger ändå betyget.

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



Bolaget kan växa ganska snabbt vilket ger utrymme för förbättrade nyckeltal. En substansrabatt på mellan 23 och 31 procent, vilket motsvarar sex till nio procent rabatt på bokförda fastighetsvärden.

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

Risk



Fastigheterna begränsar risken – bolaget kan alltid sälja ut sitt bestånd. Högre ränta är ett hot mot sektorn på medellång sikt. Försvarstrategin höjer risken och kräver att investerare lutar på ledningens beslut.

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.



Historik och verksamhetsbeskrivning

Amasten har varit noterad på First North-listan sedan 2013. Fokus har från början varit att växa genom fastighetsköp. Amastens fastighetsportfölj har nu mångdubblats i värde till cirka 2,9 miljarder kronor och består främst av hyresbostäder i orter med mellan 10 000 och 50 000 invånare. Nya affärer har genomförts som gradvis förbättrat bolagets löpande förvaltningsresultat. Betalning har delvis skett genom riktade aktie-emissioner till säljande parter.

Fastighetsbestånd

Amasten är uppdelat i fyra fastighetshubbar: Blekinge, Finspång, Mälardalen och Sundsvall. Flertalet av de orter där bolaget är verksamt ligger storleksmässigt mellan 20 000 och 50 000 innevånare. Av de orter eller städer där Amasten äger fastigheter har fyra, Helsingborg, Sundsvall, Falun och Skövde, mer än 50 000 invånare. Varje fastighetshub har en blandning av bostäder och kommersiella fastigheter (kontor, butiker etcetera) – där bostäder utgör 64 procent av den totala fastighetsportföljen, medan 36 procent är kommersiella lokaler. Fastigheterna är genomgående små, totalt 201 fastigheter och omkring 100 förvaltningsenheter med en total uthyrbar om 289 000 kvadratmeter. Det innebär att varje förvaltningsenhet är knappt 3 000 kvadratmeter stor mätt i uthyrbar yta. Per 31 mars 2018 var uthyrningsgraden i beståndet 93 procent. Huvuddelen av vakanserna avser kommersiella ytor.

Vi går igenom varje fastighetshub för sig, utifrån de siffror som rapporterades i senaste kvartalsrapporten och SCB:s nyligen årsvisa uppdatering av befolkningstillväxten. Vi exkluderar fastigheterna på några orter där bestånden är försumbara.

Fastighetshub Sundsvall

	Invånarantal 2017	Befolkningstillväxt 2017
Sundsvall	98 810	0,1%
Timrå	18 030	0,0%

Källa: SCB.

Efter försäljningen av bolagets bestånd i Härnösand för 235 miljoner kronor under hösten 2017 och köp av en portfölj i Sundsvall för 130 miljoner kronor, domineras denna del nu av innehavet i Sundsvall. Därtill finns en förvaltningsenhet i det närbelägna Timrå. Fastighetshub Sundsvall utgjorde cirka 12 procent av koncernens samlade fastighetsvärde per 31 mars 2018.

Fastighetshub Finspång

	Invånarantal 2017	Befolkningstillväxt 2017
Finspång	21 577	0,3%
Skövde	54 975	0,5%

Källa: SCB.

Fastighetshub Finspång består av Finspång i Östergötland och Skövde i Västergötland. Beståndet i Finspång omfattar cirka 900 bostäder med ett marknadsvärde på omkring 765 miljoner kronor. Beståndet i Skövde köptes för 73 miljoner kronor i oktober 2017. Totalt omfattar fastighetshub Finspång ett marknadsvärde på 840 miljoner kronor eller 29 procent av koncernens totala fastighetsvärde per 31 mars 2018.

Fastighetshub Mälardalen

	Invånarantal 2017	Befolkningstillväxt 2017
Järna (del av Södertälje)	9 100	-
Strängnäs	35 045	0,4%
Karlskoga	30 413	-0,2%
Sala	22 631	0,0%
Skinnskatteberg	4 431	0,5%
Falun	58 340	0,2%

Källa: SCB och Södertälje kommun.

Fastighetshub Mälardalen består av ett antal kommuner (eller del av en kommun) i Svealand. Denna region utgör cirka 25 procent av Amastens totala fastighetsvärde per 31 mars 2018. I praktiken består denna fastighetshub av flera delar: (Södermanland, Västmanland, Karlskoga i Örebro län och Dalarna) där lokal närvaro krävs på varje plats.

Fastighetshub Blekinge

	Invånarantal 2017	Befolkningstillväxt 2017
Helsingborg	143 304	0,4%
Ronneby	29 568	-0,1%
Karlshamn	32 200	0,0%
Åstorp	15 828	0,8%
Olofström	13 482	0,1%
Osby	13 182	0,4%

Källa: SCB.

Fastighetshub Blekinge består egentligen av två delområden: Ronneby, Karlshamn (Mörrum) och Olofström i Blekinge samt Helsingborg och två mindre kommuner i norra Skåne (Åstorp och Osby). Under andra kvartalet 2017 tillträdde bolaget ytterligare ett bestånd i Ronneby med ett värde på 248 miljoner kronor. Under kvartal 4/2017 såldes en större bostadsfastighet i Helsingborg för 153 miljoner kronor. Per 31 mars 2018 var fastigheterna i fastighetshub Blekinge värda 979 miljoner kronor eller 34 procent av koncernens totala fastighetsvärde.

Mål och strategi

Amastens mål är att vara en ledande hyresvärd i de orter där de är aktiva och ett naturligt val för potentiella hyresgäster. Detta bedömer ledningen är nyckeln till att bli kommersiellt framgångsrik.

Ett mer kvantitativt mål är att nå ett fastighetsvärde om fyra miljarder kronor. Bolaget har på senare tid börjat inrikta sig på förvärv i regionstäder där Sundsvall och Skövde blev de första under den nye vd:n Jan-Erik Höjvall. Ett skäl är att efterfrågan på moderna och renoverade bostäder (med högre hyra) är större i regionstäderna. Sådana projekt brukar ge bra avkastning.

Att vara en god hyresvärd kräver lyhördhet gentemot hyresgästernas behov och bra skötsel i allmänhet. Fördelen att vara inriktad mot bostäder som Amasten är att det råder bostadsbrist i huvuddelen av Sveriges kommuner (255 av 290 stycken). Därför bör vakanserna över tid vara försumbara. Bostäder är dock väsentligt mer arbetskrävande för förvaltningen jämfört med kommersiella lokaler när de väl är uthyrda. Det sistnämnda blir svårt att klara utan lokal närvaro.

Vid behov och möjlighet renoverar Amasten sina lägenheter, vilket både ger högre kundnöjdhet och samtidigt möjlighet att ta ut väsentligt högre hyra. Avkastningen på investerat kapital i form av renoveringskostnader brukar ligga omkring tio procent, vilket väsentligt överstiger erhållen direktavkastning på förvärvade fastigheter. Hyran efter renovering understiger, trots att de ofta ökar med storleksordningen 50 procent, ändå motsvarande nyproduktionshyror.

Amastens plan är att växa vidare i de regioner där fastighetsbeståndet redan finns. Den uttalade målsättningen är att ungefär två tredjedelar av beståndet ska bestå av bostäder och där är bolaget redan idag. Som oftast vid förvärv i fastighetsbranschen är tanken att köpa fastigheter till högre direktavkastning än vad börsen indirekt värderar bolagets egen fastighetsportfölj till. Amastens vinst per aktie skulle öka som en följd av sådana förvärv. Detta då avkastningen på de fastigheter bolaget köper oftast är omkring fem och en halv procent samtidigt som bolagets låneränta är 3,0 procent. Likaså slås de centrala administrationskostnader ut på en större volym, vilket leder till en väsentlig förbättring av resultatet. Detta då bolagets fastighetsportfölj fortfarande är liten relativt flertalet andra börsnoterade bolag.

För att öka marginalerna har bolaget avyttrat en del fastigheter där dessa inte passar strategiskt väl ihop med övriga. Ett exempel på dålig strategisk matchning är ifall fastigheten är liten och geografiskt isolerad från övriga beståndet. Då kan fastighetsskötseln bli dyr och ta upp oproportionerligt mycket tid i anspråk för förvaltningen. Bolaget gjorde under 2016 ett antal sådana försäljningar i Eslöv, Landskrona och Perstorp i Skåne samt Skärblacka i Östergötland och under början av 2017 i Sollefteå i Västernorrlands län. Försäljningen av beståndet i Härnösand under andra halvåret 2017 gjordes sannolikt utifrån bedömningen av stadens tillväxtförutsättningar och behovet av extraordinär lokal närvaro där.

Makroekonomisk inverkan

Räntor

Per 31 mars 2018 hade Amasten en soliditet (eget kapital dividerat med balansomslutningen) på knappt 30 procent. De räntebärande skulderna uppgick vid samma tidpunkt till cirka 2,0 miljarder kronor, varav nästan en fjärdedel utgjordes av obligationslån. Samtidigt hade bolaget en kassa på 203 miljoner kronor som delvis kan användas för att betala nya fastighetsköp.

Amastens lönsamhet beror till stor del på förmågan att maximera differensen mellan avkastningen på fastighetsbeståndet och räntekostnaderna. Bottenlån på 1,8 – 2,5 procent är givetvis svårslagna, medan obligationslånen med räntor på 5,7 procent ränta knappt matchar den löpande avkastningen på fastigheterna (bortsett från renoveringarna av bostadslägenheterna). Men obligationslån är också ett ställe där Amasten lär kunna pressa ned sina räntenivåer ju större bolaget blir. De allra största fastighetsbolagen ligger på mellan två och tre procent i obligationsräntor. Dit kommer Amasten troligen inte att nå, men kanske halvvägs?

Bolaget och aktien är räntekänsliga i allmänhet i likhet med övriga fastighetssektorn. Tittar vi på förvaltningsresultatet är räntekänsligheten extra hög för bostadsägande bolag som Amasten, D Carnegie, Heba, Wallenstam och Victoria Park. Detta eftersom direktavkastningen på bostäder normalt är lägre jämfört med kommersiella lokaler. Allra högst är den för ägare av bostäder i storstäderna där Heba och Wallenstam har hela eller en stor del av sina bestånd.

Amastens finansiella kostnader som andel av rörelseintäkterna har sjunkit märkbart sedan toppen i andra kvartalet 2014. Fjärde kvartalet 2014 tillkom utdelning för preferensaktierna, som ur stamaktieägarnas perspektiv kan betraktas som en ytterligare finansieringskostnad. Andelen finansiella kostnader av intäkterna under de senaste tolv månaderna blev 30 procent.

Ränteläget i Sverige är rekordlåg, vilket haft den kombinerade effekten att fastighetsbolag har blivit mer lönsamma samtidigt som aktier i sig blivit förhållandevis mer attraktiva som investering jämfört med räntebärande instrument. Detta har bidragit till en kraftig värdeökning på de flesta fastigheter och fastighetsbolag. Om räntenivåerna stiger snabbare än vad marknaden räknar med kan det ha en negativ effekt på fastighetssektorns börsvärde, inräknat Amasten. Det har funnits en tendens till stigande räntenivåer i USA sedan Donald Trump blev vald till president i november 2016, men den tioåriga räntan i USA har haft svårt att etablera sig över 3 procent-nivån.

Preferensaktien och obligationslånen

Amasten har emitterat en preferensaktie för att finansiera sin expansion. Först fick bolaget in likvida medel när preferensaktien ställdes ut och sedan ytterligare kapitaltillskott när det resulterande egna kapitalet belånades. En modell som även andra fastighetsbolag använt.

Preferensaktien berättigar till en utdelning om högst 20 kronor per år och har en inlösenkurs på 350 kronor. I skrivande stund handlas preferens-aktien till 302 kronor, vilket motsvarar en direktavkastning på 6,6 procent. Preferensaktiens främsta potential är ett lägre avkastningskrav och högre kurs som en följd av det. Om Amasten kan växa blir risken lägre och aktiekursen borde därmed stiga. Skulle bolaget däremot hamna på obestånd blir preferensaktieägarna efterställda bolagets fordringsägare. Risknivån i preferensaktien ligger därför mellan stamaktieägarna och bankernas bottenutlåning. Amasten har på senare tid valt att ersätta topplånefinansieringsbehovet med obligationslån eftersom det varit mer prisvärt jämfört med att emittera nya preferensaktier. Balder, som är ett väsentligt större bolag än Amasten, valde under andra halvåret 2017 att lösa in sina preferensaktier. Detta ligger sannolikt utom räckhåll för Amasten i skrivande stund, men visar ändå en trend att preferensaktierna verkar vara på väg bort.

Den svenska bostadsmarknaden

Flera tunga svenska och internationella myndigheter har varnat för risken att vi befinner oss i en svensk bostadsbubbla. Under andra halvåret 2017 föll bostadsrättspriserna i Stockholm och Uppsala med 10 till 15 procent, med en nedgång även i flertalet andra region- och större städer. Kvadratmeterpriserna för lägenheter i Stockholm (med närförorter), Göteborgs och Uppsalas centrala lägen kan dock vara i storleksordningen tio gånger högre än de orter där Amasten har sitt fastighetsbestånd. Med undantag för Helsingborg är inte bostadsrättsmarknaderna heller särskilt välutvecklade på Amastens orter. Likaså ökar normalt efterfrågan att bo i hyresrätter och/eller billigare bostäder i tider av lågkonjunktur eller kärvarare finansieringsmöjligheter med högre amorteringskrav och liknande.

Bostadshyresnivåerna i Sverige är genom lagstiftning huvudsakligen kopplade till bruksvärdesprincipen, där de allmännyttiga bostadsbolagens hyresnivåer samt nyproduktions- och renoveringskostnader för lägenheter är ledande. Totalt sett borde därför inte Amasten drabbas särskilt mycket av en eventuell bostadsrättskris. Däremot är bankernas räntekostnader på fastighetslån av största betydelse för både förvaltningsresultatet och fastighetsvärdena vid en eventuell försäljning. Detta eftersom kreditklimatet även påverkar kommande köparens räntekostnader.

Till det kan läggas att bankerna historiskt har blivit mer restriktiva i sin utlåningspolicy i samband med allmänna prisnedgångar. Växer Amasten i storlek minskar utlåningsinstitutens kreditrisk, särskilt om förvärven delvis betalas genom nyemitterade aktier. Detta illustrerar ytterligare en potential i att låta expandera bolaget.

Mindre orters demografi

I breda penseldrag har Sveriges inrikes flyttströmmar sedan 1950 gått från södra och mellersta Norrland samt delar av Svealand och Götaland mot i första hand Stockholmsregionen och i andra hand Göteborgsregionen. Även Uppsala och Hallands län liksom flertalet regionstäder ökar sin befolkning, de sistnämnda ofta på bekostnad av respektive läns övriga kommuner. Slutligen koncentreras ofta befolkningen i enskilda kommuner till centralorten. Till detta kan framförallt sedan 2005 läggas en hög invandring från andra länder till Sverige samt att denna invandring har stått för huvuddelen av befolkningsökningen i Sverige sedan 2005 (mellan 65 och 90 procent beroende på vad som räknas in). Samtidigt har de inrikes flyttströmmar mot storstäderna minskat i omfattning (sannolikt delvis som en konsekvens av utmaningen att hitta ett boende). Sedan 2010 har flertalet av Amastens orter haft en positiv befolkningsutveckling. I Skåne har bättre pendlingstrafik gynnat hela västra delen av länet med pendling in mot främst Malmö, Lund och Helsingborg.

Befolkningsstillväxten ökar behovet av bostäder i Sverige som helhet, även om trycket är väsentligt mer omfattande i storstadsregionerna. Det handlar också behovsmässigt mer om ett billigare boende än huvuddelen av det som faktiskt byggts de senaste åren. Men för att fylla det gapet behöver sannolikt statliga subventioner täcka skillnaden mellan produktionskostnad och vad majoriteten av de bostadssökande har råd att betala. Detta känns i dagsläget som en inte särskilt sannolik utveckling, varför bostadsbristen lär bestå trots svårigheten att sälja nyproducerade bostadsrättslägenheter i stor- och regionstäder just nu.

Amasten framhåller att många av bolagets orter har en modern industri, med en stor arbetsgivare som sysselsätter upp till flera tusen personer i en mindre ort. Siemens, Volvo och Saab har vardera minst 1 000 personer anställda i någon av de orter där Amasten finns. Detta visar att det kan finnas ekonomiska incitament för personer att bo i dessa orter, inte minst tack vare avsevärt lägre levnadsomkostnader än om inte annat den närbelägna regionstaden ifråga. Baksidan är att ortens ekonomi blir starkt exponerad mot en enskild arbetsgivare, vilket ökar risken om något skulle hända där. Under 2017 har den svenska industrikonjunkturen stärkts. På längre sikt reduceras Amasten exponeringen mot enskilda orter och därmed risken genom att de äger fastigheter i fyra olika fastighetshubbar.

Amastens strategi har tidigare varit att förvärva fastigheter i mindre städer som ligger nära regionsstäder (Timrå i förhållande till Sundsvall eller Sala relativt Västerås). På så sätt kan hyresgäster åtnjuta de lägre boendekostnaderna i den mindre orten och samtidigt möjligheterna till jobb, utbildning och rekreation i regionsstaden.

Sedan VD-bytet i oktober 2017 till Jan-Erik Højvall verkar ambitionen vara att Amasten i ökad utsträckning ska köpa fastigheter i regionstäderna även om direktavkastningskraven då blir något lägre. Det är logiskt med tanke på Højvalls bakgrund från de större bostadsbolagen Drott och Rikshem, där speciellt i det sistnämnda fallet fokus låg på tillväxtorter (region- och storstäder). Dessutom finns en förutsättning för nyproduktion i regionstäderna, något som knappast är ekonomiskt genomförbart i Amastens mindre orter.

Ledning och ägare

Vd

Jan-Erik Højvall, VD i bolaget sedan september 2017. Utbildad Civilingenjör Lantmätteri med omkring 30 års yrkeserfarenhet från fastighetsbranschen i Skanska, Drott, Akelius och Rikshem.

Förvaltningschef

Mikael Rånes har också omkring 30 års erfarenhet från fastighetsbranschen. Han var regionchef i Akelius fram till år 2013 och har de senaste åren drivit egen verksamhet inom fastighets- och byggbranschen.

CFO

Hans Ragnarsson även han har cirka 30 års erfarenhet från fastighetsbranschen, där han tidigare varit CFO på Akelius och Rikshem.

IT/Hållbarhetschef

Magnus Jägre har cirka 20 års yrkeserfarenhet och kommer närmast från en CIO-position på Rikshem. Magnus har tidigare varit infrastrukturdriftschef på H&M.

Affärsutvecklingschef

Ellen Recihard har över tio års yrkeserfarenhet från Savills, Datscha, Com Hem och NAI Svefa.

Styrelsen

Styrelseordförande

Rickard Backlund har tidigare varit VD för Aberdeen Property Investors och CityHold Properties AB. Idag är han bland annat rådgivare till fastighetsbolaget NP3 och VD i Grön Bostad AB.

Övriga styrelseledamöter

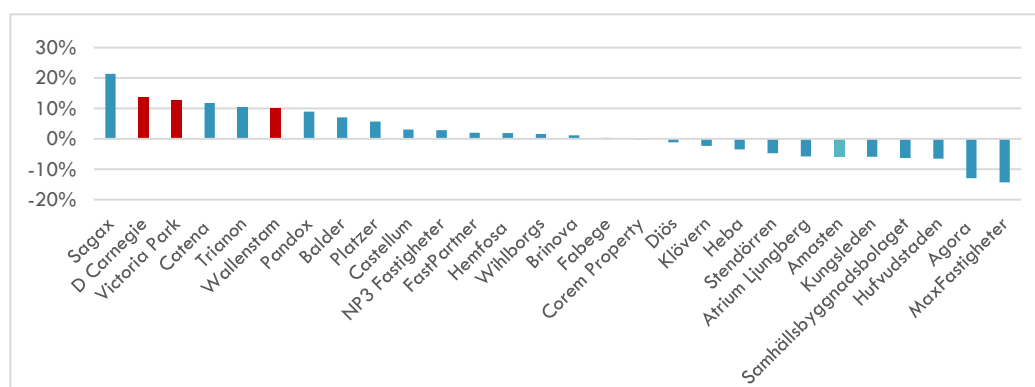
Ulf Nilsson (tidigare VD för D Carnegie & Co), Elisabeth Norrman som är en fastighetsentreprenör) samt Elias Georgiadis (VD för Sterner Stenhus som är Amastens största ägare med 16 procent av kapital och röster).

Vid bolagsstämman den 17 maj 2018 föreslås nyval av Magnus Bakke (aktieförvaltare som tidigare har varit aktiechef på Swedbank Robur och portföljförvaltare på Alecta), Jenny Wärme (bolagsjurist som ingår i ledningsgruppen för D Carnegie & Co) samt Peter Wågström (tidigare koncernchef för NCC, men som även har en bakgrund från Skanska och Drott).

Jämförelse med andra fastighetsbolag

För att värdera Amasten har vi tagit fram jämförande nyckeltal för dem plus 27 andra noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedan återfinns en graf över listade svenska fastighetsbolag med avseende på börsens indirekta värdering av fastighetsbestånden. Vi har markerat tre bostadsbolag som hamnar högt på listan och värderas till premium (D Carnegie på andra, Victoria Park på tredje och Wallenstam på en sjätte plats), där Wallenstam har en tyngdpunkt i Stockholm och Göteborg, D Carnegie i Stockholm och Mälardalen, medan Victoria Park är spridd på mellanstore orter i södra Sverige. Värderingen av de bostadsägande bolagen har fått en extra skjuts av att två utländska investerare (bland dem Starwood Capital) lagt bud på Victoria Park, samtidigt som D Carnegie köpt upp Anders J Ahlström Holding med miljonprogramsbestäder i Botkyrka kommun, sydväst om Stockholm. Amasten hamnar på plats 23 av 28, långt efter flertalet av de andra bostadsägande bolagen bortsett från Heba på plats 20. För samtliga bolag har vi räknat med 10 procent latent skatt på fastigheternas övervärden och inklusive de bokförda värdena på bolagens räntederivat (alltså ingen återläggning)..

Premium på bolagens fastighetsvärden via börsvärdet. Kursavstämning per 11 maj 2018.



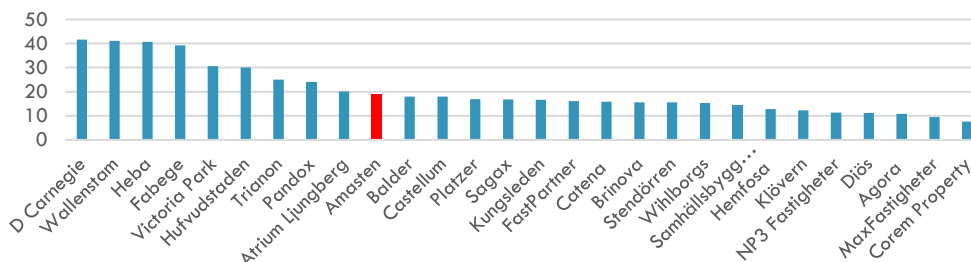
Källor: Bolagens finansiella, börskurser och Jarl Securities.

I genomsnitt värderas noterade fastighetsaktier idag till två procents premie på sina fastighetsvärden. Så sent som andra kvartalet 2016 värderades de svenska fastighetsbolagen till i genomsnitt till 14 procent premie på sina bestånd. Det beror på en kombination av förväntade värdeökning på bolagens fastigheter som materialiserats sedan dess samt aktiekurser som fallit tillbaka på grund av anteciperade högre avkastningskrav.

Historiskt har några av Amastens fastighetsförvärv skett till relativt höga nivåer, något som den senaste tidens värdestegring rättat till. Konkurrensen om objekten i de orter där Amasten verkar är också i bättre balans jämfört med läget i storstäderna. Till det medverkar sannolikt att bankerna har blivit mer restriktiva i sin utlåning till sektorn, vilket tenderar att drabba lokala privata fastighetsägare mer än de stora rikstäckande bolagen.

Vi har även studerat bolagens P/E-tal (det vill säga resultat efter skatt oaktat värdeförändringar på fastigheter samt räntederivat). Amasten har tidigare avancerat från 17:e plats till en åttonde vid vår senaste avstämning efter bokslutsrapporten 2017 i februari. Nu hamnar Amasten på en 10:e plats, där tre andra bostadsägande bolag (D Carnegie, Wallenstam och Heba) placerar sig överst på prispallen. En förklaring är att direktavkastningskraven är lägre på bostäder jämfört med andra fastighetskategorier i jämförbara lägen. Detta till följd av bedömd lägre risk för hyresvakanser och förväntan om möjligheter till bostadsrättskonvertering. Vi har applicerat faktiska kostnader för administration i denna jämförelse vilket missgynnar Amasten då bolaget fortfarande är jämförelsevis litet att bära sina centrala administrationskostnader.

P/E-tal baserat på nettoresultat exklusive värdeförändringar. Kursavstämning per 11 maj 2018



Källor: Bolagens finansiella, börskurser och Jarl Securities.

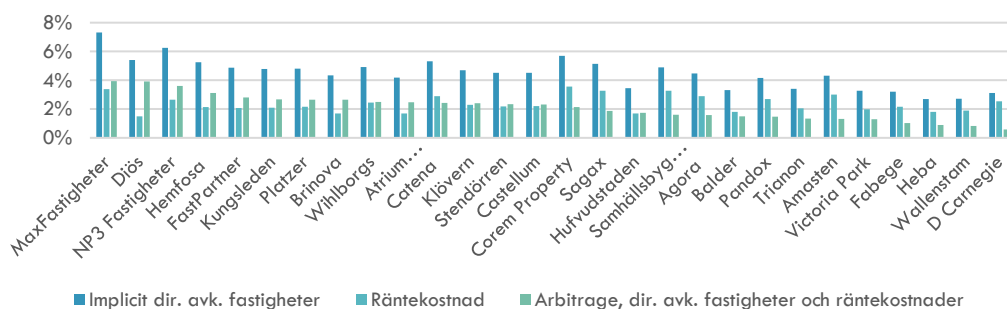
Victoria Park och D Carnegie ligger närmast till hands att jämföra med Amasten. Dessa båda bolag äger främst bostäder i så kallade miljonprogramsområden med omfattande latent underhållsbehov (en del av detta har dessa bolag nu börjat åtgärda). När Blackstone tog över den ägarmässiga kontrollen över D Carnegie och Starwood Capital samt ytterligare en utländsk investerare nyligen lade ett bud på Victoria Park har värderingen på denna typ av bolag stigit. Men D Carnegie köpte bostadsbestånd i Arboga, Köping och Tranås från Balder i februari 2017 till mycket goda nivåer, samtidigt som Heimstaden förvärvade bostäder i Falköping även dessa med Balder som säljare. De förvärvade bestånden påminner om Amastens bestånd både geografiskt och typmässigt. Intressant är också att affärerna gjordes sju procent över Balders senaste värderingar som i branschen anses vara förhållandevis aggressiva i sina värderingsantaganden redan i utgångsläget. Å andra sidan är Erik Selins transaktionsskicklighet vad gäller timing och erhållna prisnivåer omvittnat god.

Arbitrageligan

Vi studerar även bolagens förutsättningar att göra lönsamma förvärv. För att bedöma detta mäter vi skillnaden i fastigheternas direktavkastning (härledd indirekt via respektive aktiekurs) samt bolagens genomsnittliga räntekostnad. Om ett bolag kan förvärva för en direktavkastning på 5,5 procent och låna för 2,5 procent så tjänar bolaget initialt mellanskillnaden (3,0 procent). Även om inget arbitrage är riskfritt, lär inte fastigheternas driftnetto ändras nämnvärt i det korta perspektivet. Det som kan kullkasta kalkylen är högre räntekostnader vid omförhandling av lån och främst stigande vakanser för kommersiella lokaler. På bostadssidan kan en stor utmaning bli att åtgärda eftersatt underhåll på äldre hus. Historiskt har Stockholmsbörsen belönat bolag som förvärvat aggressivt och tagit fram ett arbitrage. Sagax, Balder, Pandox samt i viss mån FastPartner har de senaste åren lyckats bäst i detta avseende.

Amasten hamnar på 23:e plats av 28 noterade fastighetsbolag i arbitrageligan. Bolaget har dock en större möjlighet att få ned de centrala kostnadernas relativa andel av förvaltningsresultat jämfört med flertalet av sektorkollegorna. Fyra av de fem aktier som hamnar sämst i denna arbitragering är bostadsägande bolag. Viktigt är samtidigt att arbitraget är positivt, vilket ger en grundförutsättning till förbättrade nyckeltal genom expansion och det har Amasten.

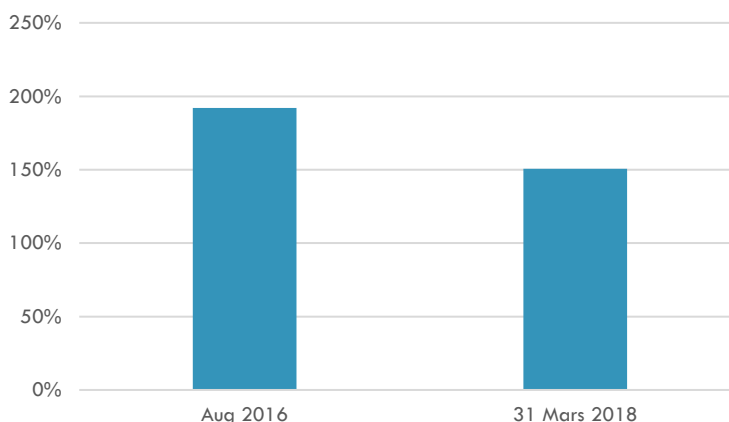
Ranking av fastighetsbolagen arbitrage mellan direktavkastning och låneränta Kursavstämning per 11 maj 2018



Källor: Bolagens finansiella, börskurser och Jarl Securities.

Att Amasten har blivit mer offensiva och ökat sin obligationsfinansiering (med en högre ränta) framgår av grafen överst på nästa sida. En räntetäckningsgrad på 151 procent per 31 mars 2018 känns dock fortfarande betryggande (och dessutom aningen bättre än de 147 procent som uppmättes för tre månader sedan). Räntetäckningsgraden är definierad som driftnetto minus centrala administrationskostnader (proforma baserat på kommunicerad intjäningsförmåga) dividerat med finansnetto jämte utdelning på bolagets preferensaktier.

Amasten, räntetäckningsgrad på proforma Intjäningsförmåga



Källa: Amasten och Jarl Securities

Ökat fastighetsbestånd, ökad vinst

För att illustrera den förändring som pågår i Amasten som en följd av fastighetsförvärven och effekterna av dessa har vi i tabellen på nästa sida jämfört bolagets intjäningsförmåga i årstakt per 31 mars 2018 med en tänkt situation per 30 juni 2020, när bolaget antas ha ökat sitt fastighetsvärde från dagens 2,9 miljarder kronor till 4,5 miljarder kronor. Som synes förbättras bolagets vinst per aktie med 29 procent som en följd av det. Då antas ändå oförändrade värden på fastigheter och räntederivat, det vill säga enbart den löpande intjäningsförmågan har beaktats.

Ett större fastighetsbestånd skulle ge Amasten stordriftsfördelar på enskilda orter, men även att centrala administrationskostnader slogs ut på en större volym. Ett finansiellt arbitrage uppstår när fastigheter med 5 ^{1/2} procent direktavkastning förvärfas samtidigt som låneräntan är 3,0 procent. Vi utgår från 65 procent traditionell belåning av de nyförvärvade fastigheterna med samma mix av traditionella bank- och obligationslån som bolaget har idag.

Brytpunkten för när det inte längre blir lönsamt att förvärva fastigheter på ovanstående villkor ligger vid cirka 4,5 procent låneränta. Då har sannolikt även direktavkastningskravet på motsvarande fastigheter stigit. Amastens belåningsgrad på cirka 64 procent av bokfört fastighetsvärde per 31 mars 2018 är högre än genomsnittet för Stockholmsbörsens fastighetsbolag (53 procent).

Detta ger oss ett förväntat nettoresultat per stamaktie om 0,26 kronor när alla förvärv genomförts. Vi anser att en skälig värdering av Amasten-aktien idag motsvarar p/e 15 gånger rullande förvaltningsresultat exklusive värdeförändringar på bolagets fastighetsbestånd. Tar vi målvinsten år 2020 och diskonterar tillbaka denna med 8 procent årlig kalkylränta får vi en avkastningsbaserad motiverad riktkurs för Amasten-aktien på cirka 3,36 kronor. Å andra sidan har Amastens stamaktie ett substansvärde på cirka 4,85 kr räknat efter 10

procent avdrag för latent skatt på fastigheternas övervärde. Genomsnittet av dessa båda ger en riktkurs på 4,11 kronor per stamaktie i Amasten i vårt Bas-scenariot.

Genom att anta att bolaget kommer att förvärva 1 miljard kronor mindre (Bear-scenariot) respektive lika mycket mer (Bull-scenariot) fram till år 2020 och samtidigt anta att bolagets fastighetsvärden minskar respektive ökar i värde med 10 procent förändras den motiverade aktiekursen till 3,18 kronor i Bear-scenariot och 4,95 kronor i Bull-scenariot enligt tabellsammanställning överst på sidan 16.

Värdering

	MSEK	31 Mars 2018	Mitten 2020p	
Hysesintäkter	270	430		Förvärv av fastigheter för 1,6 mdr kr väntas ske till 10% hyresintäkter i förhållande till fastighetsvärde.
Driftkostnader	-119	-191		Stordriftsfördelar antas höja överskottsgraden i det tillkommande beståndet till 55%
Driftnetto	151	239		
Centrala admin. kostnader	-35	-39		Antas öka med 10% som en följd av att bolaget blir större.
Rörelseresultat	116	201		
Finansnetto exkl. värdeförändringar	-61	-92		Nya lån på 1040 mkr antas lånas till 3,0% genomsnittlig räntekostnad.
Resultat efter finansnetto	55	108		
Skatt	-8	-16		Skattebelastningen antas till 13,9% per 31 mars 2018 och 15% för helåret 2020.
Resultat efter skatt	47	92		
Avgår utdelning till preferensaktier	-16	-16		
Nettoresultat hänförligt till stamaktier	31	76		
Nettoresultat per stamaktie	0,20	0,26		
Milj stam-aktier	154,4	289,9		Nya stamaktier värda 533 mkr antas emitteras till genomsnittskurs 3,94 kronor.
P/e-tal kurs 3,75 kr	18,5	14,3		
Värdeökningspotential givet oförändrat p/e-talsvärdering 2020			29%	
Belåningsgrad oaktat värdeförändringar	64%	63%		
Fastighetsvärde	2 900	4 500		
Implicit direktavkastning fastigheter	4,0%	4,5%		
Aktiekurs, kronor	3,75			
Rikt Kurs, kr	4,11			

Källa: Amasten (Intjäningsförmåga per 31 mars 2018) och Jarl Securities (prognos för år 2020).

Värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Hysesintäkter (mkr) år 2020	330,0	430	530,0
Resultat kr per aktie år 2020	0,23	0,26	0,28
Riktkurs (intjäning)	2,99	3,36	3,60
Substansvärde per aktie	3,38	4,85	6,31
Riktkurs (viktad)	3,18	4,11	4,95

Källa: Jarl Securities

Slutligt värdeomdöme

Amasten-aktien har de senaste månaderna fått en något bättre värdering på börsen, trots att de avkastningsmässiga nyckeltalen inte har förbättrats. En förklaring till det kan vara en stor substansrabatt som knappast kan bli så mycket större. Med detta sagt lider Amasten i likhet med andra bostadsbolag på Stockholmsbörsen av en kombination av ett relativt lågt arbitrage mellan fastigheternas direktavkastning och bolagets räntekostnader. Bolagets fastigheter är vidare huvudsakligen belägna på mindre orter där avkastningskravet tenderar att stiga när bankerna stramar åt sin utlåning mot fastighetssektorn. Detta då den typiske köparen är en lokal privat aktör.

Substansrabatten i Amasten-aktien ligger nu mellan 23 och 31 procent beroende på vad (justerat eget kapital med 10 procent avdrag för latent skatt på övervärden fastigheter eller EPRA NAV utan någon latent skatt på dessa övervärden) som räknas in. Även om det hela blir mindre dramatiskt när detta översätts till att fastigheterna värderas med en implicit rabatt av börsen på mellan sex och nio procent. Bolaget justerade ned några fastighetsvärderingar vid bokslutet 2017 när högre antagna driftskostnader lades in i värderingarna.

Vi bedömer att det ganska nyligen genomförda VD-bytet öppnar upp för ett minst lika högt affärstempo som tidigare. Under Jan-Erik Höjvalls tid på Rikshem dominerade detta bolag den svenska transaktionsmarknaden för bostads- och samhällsfastigheter. Även om Amastens finansiella muskler inte är av samma kaliber tror vi ändå att många affärer kommer att göras framöver. Förvärv som skulle göra bolaget mer kostnadseffektivt och mindre riskfyllt än vad det är idag. Till det kommer en ökad inriktning mot nyproduktion av bostäder i regionstäder som ett ytterligare sätt att expandera bolagets fastighetsportfölj och kassaflöde.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

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

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

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.

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