



UPPDRAGSANALYS  
5 juni 2018

# MAGNOLIA BOSTAD

## ANALYSGUIDEN

# Innehåll

Samarbeten ger styrka .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk .....	3
Nyckelfärdiga hyresrätter.....	4
Nyckelfärdiga hyresrätter säljs.....	5
Riskeliminering en viktig del.....	5
Försäljning av bostadsprojekten .....	7
Bolagets fastighetssegment .....	8
Bostäder .....	8
Vårdboende .....	9
Hotell .....	9
Byggrättsportföljen .....	10
Ramavtal med Slättö.....	11
Marknad .....	12
Konkurrens .....	14
Ledning och ägare .....	15
Styrelseordförande .....	15
Vd.....	15
Vice Vd:ar .....	15
CFO.....	15
Risker .....	17
Omfattande konkurrens .....	17
Bostadskonsumenterna måste ha råd .....	17
Personberoende bransch.....	17
En sektor med hög räntekänslighet.....	17
Ändrade skatteregler .....	18
Investment Case .....	18
Värdering .....	19
Jämförande värdering.....	21
Disclaimer.....	22

# Samarbeten ger styrka

**Magnolia överaskade med ett bättre resultat kv1 2018 än väntat. Antalet sålda enheter (bostäder mm) har ökat till cirka 2 400 i årstakt. Så länge vi har låga räntor och ett köptryck på fastigheter från pensionskapitalet ser det mycket bra ut för Magnolia.**



Magnolia Bostad är ett bostadsutvecklingsbolag, etablerat år 2009. Bolagets affärsmodell har en lägre risk än sektorn överlag, då huvuddelen av de nyproducerade lägenheterna upplåts med hyresrätt och där marken till stora delar förvärvats via kommunala markanvisningar. Fastigheterna säljs innan byggstart till främst institutionella placerare, vilket minskar

både kapitalbindningen och risken. I JV-bolag med institutionella ägare blir finansieringsvillkoren också förmånliga. Projekten blir ofta litet större vilket ger skalekonomi. Däremot blir Magnolias resultat volatilt när projekten resultatredovisas direkt när försäljnings- och entreprenadavtal är tecknade och detaljplanen är fastställd. Bolagets byggrättsportfölj med potentiellt cirka 16 000 lägenheter finns i tillväxt- och regionstäder i mellersta och södra Sverige med en tyngdpunkt i Stockholm. Det gör Magnolia till en medelstor aktör i sektorn.

Bolagets mål är att producera omkring tre tusen hyresrätter årligen med en snittstorlek på omkring 45 kvadratmeter. Under 2017 sålde bolaget drygt 2 200 enheter (boenden) och efter kvartal 1/2018 skruvades årstakten upp till 2 400 sålda enheter. Utöver bostäder avser bolaget att årligen uppföra några hotell- och vårdanläggningar, vilket ger ytterligare riskspridning. Så länge ränteläget förblir lågt och institutionella investerare vill investera i fastigheter bör Magnolia kunna avyttra sina projekt till höga driftnettomultiplar (strax över 20 ggr).

Medan Magnolia har klarat sig bra så här långt, har marknaden för försäljning av nyproducerade bostadsrätter försvagats markant sedan hösten 2017. Vi höjer vår vinstprognos för året 2018 från 5,2 till 5,7 kronor per aktie. Vår riktkurs för aktien hamnar inom intervallet från 48 kronor (Bear Case) till 108 kronor (Bull Case) med ett Bas-scenario på 78 kronor per aktie.

## Utfall och prognoser, basscenario

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Omsättning		1 010	1 772	1 850	1 750	2 000
Rörelseresultat		355	375	391	382	460
Resultat efter finansnetto		265	267	270	274	359
Resultat per aktie, kr		7,0	5,2	5,7	5,8	6,8
P/E-tal		13,7x	9,7x	9,5x	9,3x	7,9x

Källa: Magnolia Bostad (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

Datum: 5 juni 2018  
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Magnolia Bostad AB  
Lista: NASDAQ OMX FIRST NORTH  
Vd: Fredrik Lidjan  
Styrelseordförande: Fredrik Holmström  
Marknadsvärde: 2 042 MSEK  
Senast: 54 SEK.  
Kort om Magnolia: Magnolia Bostad är ett bostadsutvecklingsbolag grundat 2009, som på senare tid även breddat sig mot vårdfastigheter och hotell. Huvuddelen av det som produceras är hyresrättslägenheter, som sedan säljs till institutioner innan byggstart.

Möjligheter och styrkor: Med etablerade relationer med ett antal kapitalstarka institutioner och ramavtal med Slättö har Magnolia säkrat en avsättning för sina utvecklingsprojekt för lång tid framåt.

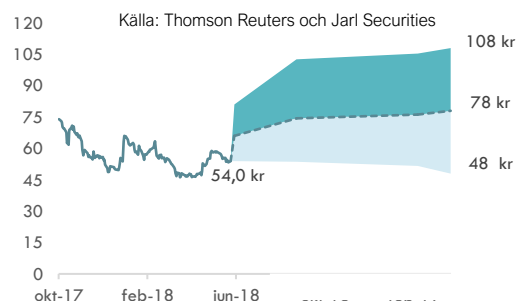
Inriktningen mot hyresrätter innebär att bolagets exponering mot den senaste tidens prisfall på bostäder är låg. Efterfrågan på hyresrättslägenheter tenderar dessutom att öka i tider av svagare konjunktur.

Risker och svagheter: Bostadsutveckling är en personberoende bransch. Det gäller både utvecklingsarbetet med fastigheterna som kontakten med köparna. Skulle någon eller några av företags nyckelpersoner (exempelvis VD eller vice VD) lämna sina anställningar skulle det kunna få negativa följder för Magnolias framtida verksamhet.

Stigande ränta och därmed avkastningskrav på fastigheter skulle innebära lägre försäljningsvärden på fastigheterna och därmed vinstmarginaler för bolagets del.

Värdering: Bear 48 kr      Bas 78 kr      Bull 108 kr

## MAGNOLIA BOSTAD



## Temperatur

### Ledning och styrelse



Vd Fredrik Lidjan samt vice Vd:ar Rickard Langerfors och Erik Rune har ett antal års bakgrund i ledande befattningar i fastighets- och byggbolag samt inom finans och konsultföretag). Än viktigare är de kontakter de har med de institutionella fastighetsinvesterarna.

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



Styrelseordförande Fredrik Holmström via bolag är huvudägare med cirka 56 procent av rösterna. Utöver den andre grundaren, Andreas Rutili, domineras ägarlistan av svenska institutioner.

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



Magnolia hade netto räntebärande skulder på cirka 1,6 miljarder kronor per 31 mars 2018 varav drygt hälften var obligationslån med mellan sex och sju procent ränta.

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



Trots en allmän nedgång för bostads-utvecklare värderas Magnolia relativt generöst jämfört med övriga sektorn. Men det beror också på att bolaget huvudsakligen jobbar med ett mindre konjunkturkänsligt segment, försäljning av hyresrätter.

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

### Risk



Den kapitalintensiva och värdeberoende bostads-utvecklingsaffären balanseras av att bolaget huvudsakligen producerar hyresrätter samt att projekten säljs till institutioner på ett tidigt stadium.

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.



## Nyckelfärdiga hyresrätter

Bolaget Magnolia startades av Fredrik Holmström och Andreas Rutili år 2009. De första projekten i Skåne, Nacka och Lidingö samt Norefjell i Norge förvärvades 2010 och blev klara år 2012. Året därpå gjordes några större förvärv i Stockholm och Uppsala med omkring 2000 bostadslägenheter. Fram till omkring år 2013 var Magnolia huvudsakligen ett bostadsrättsutvecklingsföretag. År 2014 gav bolaget ut sitt första obligationslån om 200 miljoner kronor, genomförde förvärv i Kungsängen, Norrköping och Nacka (Orminge) samt vann markanvisningar i Vallentuna och Uppsala.

Magnolia börsnoterade sin aktie år 2015, samma år som bolaget vann flera större markanvisningar (Lundbyvassen vid Frihamnen i Göteborg, Bålsta Centrum samt Oceanhamnen i Göteborg). Efter att i inledningsfasen av sin börsnoteringshistoria köpa och sälja ett antal projekt snabbt (i det extremt starka marknadsläge som rådde då), kom bolaget till insikt om att ledtiden för detaljplanearbetet ute i kommunerna krävde en större byggrättsportfölj för att uthålligt kunna byggstarta minst 3 000 enheter (bostads-, vård eller hotellboenden) per år. Denna siffra kan jämföras med omkring 6 000 redan sålda enheter under produktion per 31 mars 2018, varav cirka 2 400 sålda enheter under pågående byggproduktion under de senaste tolv månaderna.

Magnolias inriktning har sedan starten varit att uppföra bostäder med företrädesvis hyresrätt (ursprungligen var det cirka 2/3 av nystartade objekt), men även bostadsrätt (ca 1/3). Denna mix har sedan dess förskjutits mot idag ca 90 procent hyresrätt och 10 procent bostadsrätter. Målsättningen är samtidigt att i nästa steg konvertera mellan 20 och 25 procent av hyresrättslägenheterna till bostadsrätter, i samarbete med och för de nya ägarna till vilka Magnolia sålt fastigheterna. Detta innebär också att ungefär 95 procent av Magnolias förvärv har skett utifrån en hyresrättskalkyl, som nästan alltid innebär en lägre värde- och risknivå jämfört med bostadsrätter. I Magnolias fall är en regel att värdeskillnaden på den aktuella orten ska vara minst 500 tusen kronor mellan de båda upplåtelseformerna för att genomföra projektet ifråga. I stort sett samtliga fastighetsprojekt ligger i någon av landets stor- eller regionstäder i södra och mellersta Sverige.

Magnolia startade 2009 och drev fram till omkring år 2013 huvudsakligen bostadsrättsförsäljningsprojekt.

Bolaget har det senaste året sålt omkring 2 400 lägenheter, medan målet är att öka denna försäljningstakt till cirka 3 000 lägenheter årligen.

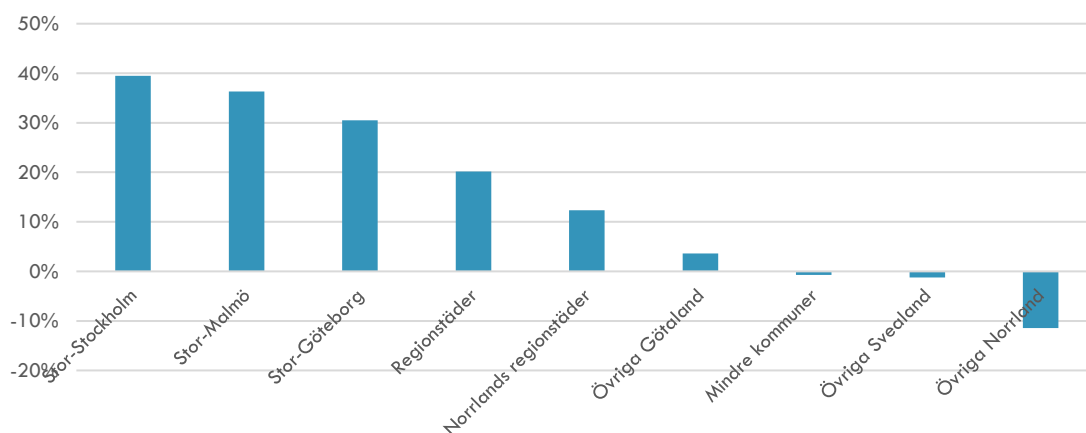
## Nyckelfärdiga hyresrätter säljs

Med förvärvet av Svenska Vårdfastigheter i juni 2017 för 300 miljoner kronor förstärks utvecklingen av vårdboende inom Magnolia-koncernen. Även till vårdsegment är det lätt att få institutionella placerare (pensionsbolag m.fl.) att förvärva nyckelfärdiga anläggningar till förhållandevis låga avkastningskrav. Segmentet bedöms ha tillväxt de närmaste åren till följd av Sveriges demografi med en åldrande befolkning, där den rekordstora gruppen människor födda på 1940-talet närmar sig 80-årsstrecket.

Därutöver har Magnolia sedan starten inriktat sig på att bygga hotell. En förklaring är den gemensamma nämnaren med bostäder kring en låg affärsrisk. I hotellfallet handlar det om att hyreskontrakt tecknas med en operatör, vilket sedan gör det enkelt att sälja projektet vidare till institutionella fastighetsägare. I hotellbranschen är det vanligt med en omsättningsbaserad hyra, men för att genomföra transaktionen gör båda parter antaganden om den faktiska hyres- och driftskostnadsnivån för anläggningen ifråga innan priset sätts.

Förvärvet av Svenska Vårdfastigheter ger inbrott i en ny växande sektor.

## Från landsort till storstad. Befolkningsändring för större kommuner och kommungrupper i Sverige 1991–2017



Källa: SCB och Jarl Securities

## Riskeliminering en viktig del

En central del i Magnolias affärskoncept är att minimera affärs- och operativa risker inklusive kapitalbindning i ett tidigt stadium av fastighetsutvecklingsprojekten. Här har bolaget framgångsrikt etablerat ett nätverk och genomfört fastighetsaffärer med institutioner som Alecta, SEB Dometica, Slättö och SPP med flera. Medan försäljningen av projekt tidigare har varit relativt blandad finns sedan 2016 ett ramavtal som ger Slättö rätt att förvärva fastigheter från Magnolia för omkring sju miljarder kronor. Det motsvarar ungefär halva Magnolia Bostads nuvarande projektportfölj, vilket gör Slättö till en mycket viktig motpart. Slättö reser kapital via olika fonder för sina fastighetsinvesteringar.

Magnolia säljer detaljplaneklara bostadsprojekt på rot till institutioner som Alecta, SPP, SEB:s fastighetsfonder m.fl.

Innan ett byggprojekt startar ska Magnolia ha tecknat ett aktieöverlåtelseavtal med en fastighetsinvestorare (normalt en institution) där fastigheterna som ska byggas (bostäder, vårdanläggningar eller hotell) säljs som nyckelfärdig produkter. Då ska fastigheten ifråga ha erhållit en fastställd detaljplan. Dessutom ska ett bindande entreprenadavtal ha tecknats med ett byggbolag. Förutsatt att dessa tre krav är uppfyllda och att köparen inte har villkorat exempelvis sin egen finansiering för affärens genomförande avräknar sedan Magnolia hyresrättsprojekt i sin helhet. Bolaget brukar dock göra reserveringar motsvarande hälften av en 20 procentig vakansgaranti för hyresrättsbostäder som de ställer under de första två till tre åren av de nya ägarnas förvaltning. Dessutom lägger bolaget in bokföringsmässiga reserver i form av lägre försäljningsintäkter. Dessa reserveringar görs för att ta höjd för eventuella överskjutande kostnader i det avslutande planeringsarbetet samt i byggentreprenaden.

Bostadsrättsprojekt avräknas resultatmässigt i förhållande till försäljningsgraden av lägenheter under det kvartal då tidigare nämnda avtal (detaljplan, finansiering mm) är på plats, dvs normalt i lägre grad än för ett hyresrättsprojekt (såvida inte hundra procent av lägenheterna redan är sålda).

Produktionstiden för lägenheterna (oavsett upplåtelseform) kan i genomsnitt uppskattas till mellan två och tre år efter att ett försäljningsavtal har tecknats.

Skulle kostnader hänförliga till ett projekt utvecklas i en för Magnolia oförmånlig riktning efter avräkningstidpunkten kommer detta att behöva redovisas som negativa omvärderingseffekter i resultatredovisningen i den mån detta inte täcks av tidigare gjorda reserveringar. Det brukar även andra bostadsutvecklare göra. Den viktiga skillnaden är att de flesta bostadsutvecklare men även byggbolag resultatmässigt intäcks- och resultatredovisar sina projekt i takt med att färdigställs. Det innebär att de olika bolagens redovisade vinster inte blir fullt jämförbara.

Det köpta bolaget tecknar entreprenadavtalet och finansierar bygget dvs betalar entreprenörens fakturor allt eftersom de förfaller, vilket brukar kallas forward funding. På så sätt reduceras Magnolias kapitalbehov högst väsentligt. Detta uppkommer istället tidigare i förvärvsfasen av byggbar mark för bostäder. En bostadsutvecklare som utvecklar från ax till limpa och i slutändan säljer till bostadsrättsköpare kan typiskt sett få binda upp till 50 procent av projektets slutvärde, innan likviditetsströmmarna börjar avlastas via banklån (byggnads-kreditiv). I Magnolias fall kan det uppskattningsvis begränsa sig till omkring 15 procent av den slutliga byggkostnaden som binds upp innan en försäljning sker och på så sätt frigör likviditet.

Handlar det om ett bostadsrättsprojekt säljer Magnolia sina lägenheter på ritning till köparen som sedan tecknar sig för ett bindande förhandsavtal. Detta minskar risken för bostadsutvecklaren, till priset av en oftast något lägre köpeskilling för lägenheterna jämfört om de skulle ha sålts i färdigt skick. Köparen erlägger sedan handpenning för lägenheterna, normalt motsvarande tio procent av den totala köpeskillingen.

Byggproduktionen handlas upp i konkurrens, där det vinnande anbudet tecknar ett totalentreprenadavtal till ett fast pris. Totalentreprenad innebär att den färdiga produkten är exakt definierad i förväg, vilket minskar risken för

---

Resultatavräkning av en försäljning sker direkt när avtalet med köpare är klar.

---

Magnolia gör vissa reserveringar vid försäljning för oförutsedda kostnader, lämnade garanter etc.

---

De köpande institutionerna finansierar entreprenaden under hela byggtiden.

fördyrande kostnadsöverdrag under byggtiden. Magnolia fungerar i detta läge som en beställarorganisation gentemot det byggföretag som vunnit upphandlingen och även som ombud för den institution som köpt fastigheterna i nyckelfärdigt skick.

Magnolia har hittills använt nio olika byggbolag för sina entreprenader, däribland Serneke, Veidekke samt Consto AB (som förvärvade Byggbolaget i Värmland). Magnolia designar och tar fram skalet till bostäderna, medan det vinnande entreprenadbolaget själva ofta ritat in lägenheternas invändiga planering mer i detalj. Den 28 mars 2018 offentliggjordes att Magnolia inleder ett samarbete med Skanska kring i första skedet två större utvecklingsprojekt i Stockholm med 3 000 nya bostäder.

## Försäljning av bostadsprojekten

Magnolia redovisar på följande sätt. Givet att de köper mark och lägger ned ytterligare kostnader för totalt 50 och beräknar en vinst på 10 ger det en omsättning på 60, kostnader på 50 och en vinst på 10. En marginal på 10 dividerat med 60 är lika med 17 procent i detta fall.

Under byggtiden tar Magnolia ett mindre projektledningsarvode för övervakning av byggprocessen som utförs av ett entreprenadbolag. Detta arvode faktureras löpande och ingår i tidigare kalkyl.

Förutom anskaffningskostnader för marken blir avyttringspriset mot institutionella köpare avgörande för Magnolia-koncernens lönsamhet och rörelsemarginal på projektet. Dessa rörelsemarginaler låg under 2015 och 2016 på rekordhöga 41 respektive 35 procent. Förutom snabb värdeökning på byggrätter, lyfte den snabba omsättningshastigheten bolagets marginaler dessa år.

Historiskt har bolag som JM och Skanska haft rörelsemarginaler på mellan 10 och 20 procent på bostadsrättsförsäljningar respektive fastighetsutvecklingsprojekt (alla kategorier). Samtidigt brukar byggbolagen sällan redovisa mer än 5 procent marginal i sin byggrorelse. Förenklat skulle ett fastighetsprojekt kunna delas in i ett markköps- och framkörningsfas till färdig detaljplan som täcker 20 procent av den totala färdigställandekostnaden, medan byggdelen står för resterande 80 procent. I så fall skulle lönsamheten i de olika delarna fördela sig enligt nedan:

---

### Största delen av vinsten i ett bostadsprojekt ligger i första fasen

	Markdel	Byggdel	Totalt
Omsättning	20	80	100
Vinst	6	4	10
Vinstmarginal	30%	5%	10%

Källa: Magnolia Bostad och Jarl Securities

---

Ovanstående illustrerar att avkastningen på kapitalet normalt är väsentligt högre i den första fasen, med en högre hävstångseffekt. Samtidigt kan förlusten på denna del också bli stor om marken har köpts in för dyrt.



Pensionsbolag (via hel-och delägda bolag) har varit mycket stora nettoköpare av fastigheter i Sverige sedan Lehman-kraschen 2008–2009. En orsak är att lågränteläget ackompanjerat av Centralbankernas stimulanser och återköp av obligationer gjort det mycket svårt att få en rimlig avkastning på räntebärande instrument (obligationer). En gradvis ökning av tillgångsslaget fastigheter har skett hos flertalet pensionsbolag de senaste åren, en process som vi nu bedömer är i stort sett avslutad. Svenska fastighetsinvestorer har istället ökat sina nettoköp av fastigheter i övriga Norden och Europa. Prismässigt bedömer vi att svenska institutioner idag köper nyproducerade förvaltningshyresrättslägenheter till omkring 4,5 procent direktavkastning i välbelägna tillväxtområden (som Stor-Stockholm) och aningen högre i regionstäder.

## Bolagets fastighetssegment

Magnolias nyproduktion kan delas upp i tre olika områden, där bostäder är det dominerande.

### Bostäder

Magnolia fokuserar på att utveckla hyresbostäder i Stockholm, Uppsala samt ett antal regionstäder i främst Mälardalen men även övriga Svealand, Göteborg, Halland och Skåne. Ungefär 75 procent av bolagets bygggrätsportfölj avser bostäder. Projekten som bolaget hittills förvärvat och/eller sålt vidare omfattar typmässigt mellan 300 och 700 lägenheter, där genomsnittslägenheten är 45 kvadratmeter. Institutionella köpare brukar vilja ha litet större enheter för sin förvaltning, vilket i sin tur styr Magnolia mot volymer om ett antal hundra lägenheter i projekten. En konsekvens av detta bör i normalfallet bli att vissa stordriftsfördelar uppnås. Detta bör kunna resultera i lägre produktionskostnader per kvadratmeter jämfört med mindre projekt och sannolikt också högre försäljningsmarginaler för bolaget.

Sedan några år tillåts högre presumtionshyror för nya bostadslägenheter i Sverige på nivåer omkring 1800 till 2000 kronor per kvm och år (och i några fall ytterligare litet mer). Dessa siffror avser dock en trerumslägenhet på omkring 75 kvadratmeter, medan Magnolias lägenheter är mindre (i snitt cirka 45 kvadratmeter stora) och därmed får 10 till 20 procent högre hyra per kvadratmeter och år än genomsnittet. Alltså 2 000 till 2 300 kronor per kvadratmeter enligt det tidigare exemplet. Räknat med initiala driftskostnader om 350 kronor per kvm enligt fastighetsägarestatistik hamnar vi på ett driftnetto på mellan 1650 och 1950 kr per kvadratmeter BTA (bostadsyta). Denna typ av hyresfastigheter brukar säljas för omkring 4 <sup>1/2</sup> procent direktavkastningskrav vilket motsvarar ett värde på fastigheterna i färdigt skick på mellan 36 och 43 000 kronor per kvm.

I kvartal 1/2018-rapporten kommunicerade bolaget ett nytt rörelsemarginalmål om 10 procent för hyresrätter, 15 procent för hotell samt 20 procent för vårdboenden och bostadsrätter. Dessa rörelsemarginalmål är dock beräknade på hela färdigställandekostnaden (markköp, byggtreprenaden plus bolagets vinst). Magnolias rörelsemarginal i redovisningen kommer att bli högre än tidigare nämnda siffror eftersom deras resultat endast divideras med nedlagt arbete fram till försäljningen plus vinsten, det vill säga exklusive byggtreprenaddelen som normalt utgör mer än hälften av de totala kostnaderna.

## Vårdboende

Efter förvärvet av Svenska Vårdfastigheter som inkluderade övertagande av detta bolags byggrättsportfölj av vårdboenden, omfattar detta segment omkring 20 procent av Magnolia-koncernens totala byggrättsportfölj.

Marknaden för vårdboende är kopplad till kommunala etableringar med en operatör (som kan vara både kommunal och privat) som driver vården av patienterna/de boende när bygget är klar. Förvärvet av Svenska Vårdfastigheter gav Magnolia en flygande start inom detta segment, med både en befintlig portfölj som drevs av bolaget själva eller med samarbetspartner. En liten specialitet med detta segment är att eftersom kommuner och landsting normalt betalar hyran (offentliga fastigheter) spelar det mindre roll om investeringen görs i Uppsala eller Ludvika. Endast restvärdet påverkas och skillnaderna i direktavkastningskrav mellan större och mindre orter är relativt sett minst inom detta fastighetssegment av denna anledning.

## Hotell

Detta är det minsta av Magnolia-koncernens segment och står uppskattningsvis för omkring 5 procent av koncernens byggrättsportfölj för närvarande. Inom hotellsegmentet arbetar bolaget tillsammans med utvecklaren Clas Hjorth, som är ett känt namn inom hotellbranschen som tidigare varit VD för hotellbolag.

I mars 2016 tecknades ett samarbetsavtal mellan Magnolia och Västerkulla Holding där det senare bolaget fick en möjlighet att förvärva de bolag som Magnolia utvecklade. Västerkulla Holding ägs bland annat av LO och Östersjöstiftelsen.

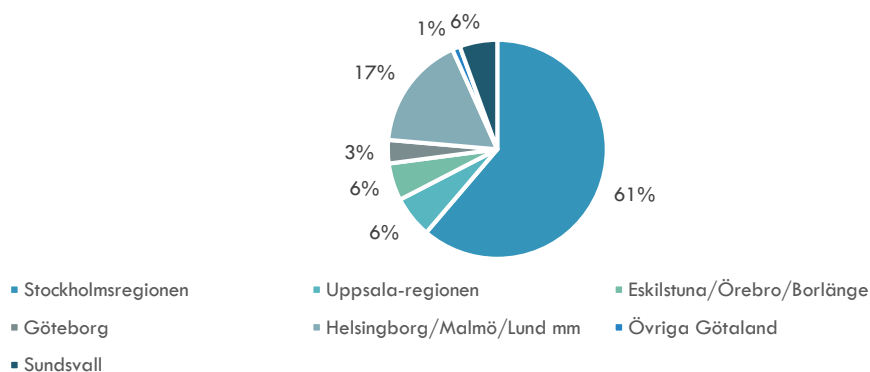
Den 20 december 2017 meddelade Magnolia att de sålt två hotellprojekt i nyckelfärdigt skick ett i Halmstad och ett i Lund med byggstart under andra kvartalet 2018 till Alecta. Av Magnolias första kvartalsrapport för 2018 förefaller byggstarten på hotelldelen dock ha skjutits fram till sannolikt tidigt år 2019. Färdigställandevärdet på de båda hotellen tillsammans är cirka 700 miljoner kronor.

## Byggrättsportföljen

Magnolias byggrättsportfölj omfattade per 31 mars 2018 till cirka 899 000 kvm ännu inte sålda BTA främst bostäder samt övrigt (hotell och vårdanläggningar). Bolaget anger att detta motsvarar cirka 16 000 möjliga enheter (boenden), varav mark för cirka 9 000 enheter (boenden) förvärvades av bolaget under 2016 och cirka 7 500 enheter (boenden) under 2017. Per 31 mars 2018 omfattades endast cirka 11 procent av byggrättsportföljen av en fastställd detaljplan.

Anledningen till att bolaget ökade förvärvstakten av nya byggrätter under 2016 var erfarenheterna av att arbete med att få fram en detaljplan kan ta ganska lång tid. Då ansåg sig bolaget behöva en portfölj som var ungefär fem gånger så stor som målsättningen- att bygg-starta 3 000 lägenheter per år. Tiden omkring börsintroduktionen genomförde bolaget många snabba transaktioner där byggrätter köptes och såldes, en modell som dock knappast fungerar över en längre konjunkturcykel. Som jämförelse såldes cirka 2 100 bostäder under produktion helåret 2016 och cirka 2 200 stycken under helåret 2017.

### Magnolias projektportfölj baserat på kvm



Källa: Magnolia Bostad och Jarl Securities

Tiden för att ta fram ett projekt från förvärvs- och finansieringsfasen till projektutvecklingen (planering av vad som ska byggas, conceptualisering mm i nära kontakt med respektive kommun och andra intressenter) kan ta alltifrån nio månader till över två år. Byggtiden kan sedan variera men ligger ofta på mellan två och tre år. Den stora befolkningstillväxten i Sverige sedan 2005 har satt en stark press på kommunerna att få fram nya bostäder väsentligt snabbare takt än tidigare. Det har skapat en miljö som är gynnsam för nya bostadsutvecklingsföretag och brutit upp gamla oligopolmarknader. Litet för gynnsam och forcerad dock i vissa kommuner, som Uppsala, Örebro och Linköping, där byggnationen under 2017 passerade jämviktsnivån för att nå en situation med överutbud av nyproducerade lägenheter. Det gäller även delar av Stockholmsregionen som till exempel Järfälla och Upplands-Väsby kommuner.

I december 2017 sålde Magnolia ett bostadsprojekt om 430 lägenheter i Hyllie, Malmö till Vault Investment Partners som representerar en ny typ av transaktionspartner. Det gör även VIVA Bostad som förvärvade ett bostadsrättsprojekt i Södertälje (Sländan).

Stockholmsregionen dominerar i de projekt Magnolia håller på att ta fram och slagsidan hitåt har ökat sedan bolaget börsnoterades. Det volymmässigt största projektet är Kvarnsjödalen i Tumba (Botkyrka kommun) söder om Stockholm med 130 000 kvm möjlig ny bostads- och/eller vårdboendeyta. Det näst största är köpcentrumet Stinsen i Sollentuna (norr om Stockholm) med 94 000 kvm möjliga kvm bostadsyta som Magnolia tagit fram i ett samriskbolag med Alecta och där ungefär en tredjedel av dessa bostäder kommer att säljas vidare till Slättö. Det tredje största projektet är Vårby Bryggor i Huddinge kommun, söder om Stockholm med 85 000 kvadratmeter möjlig bostads- och /eller vård-boende/hotell. Inget av dessa tre stora bostadsutvecklingsprojekt har fått godkänd detaljplan för sitt nya ändamål, men Magnolia bedömer ändå att byggstart kan ske år 2020 för bostäderna kring Stinsen i Sollentuna kommun.

Hittills av Magnolia sålda projekt uppgår till cirka 280 000 kvm bostäder, varav ungefär 88 procent kommer från hyresrätter, 6 procent bostadsrätter, 5 procent hotell och 1 procent vårdboende.

I några av projekten är Magnolia delägare tillsammans med andra partners. Sådana samriskbolag innebär också att en del av Magnolias resultat redovisas under bolag utan bestämmande inflytande (och inte tillgodoräknas moderbolaget och Magnolias aktieägare). I genomsnitt ligger Magnolia resultatandel på mellan 80 och 90 procent av projektportföljen. Samriskbolag med institutionella parter som Alecta ger en väsentligt lägre finansieringskostnad lokalt i fastighetsprojekten än om de hade varit helägda av Magnolia.

## Ramavtal med Slättö

Magnolia har öronmärkt ett antal projekt för sin samarbetspartner Slättö sedan slutet av 2016. Ursprungligen omfattade ramavtalet omkring 450 000 kvadratmeter lägenhetsyta till ett färdigställandevärde av cirka fem miljarder kronor. De projekt som lagts in i Slättö-avtalet har en större slagsida mot Stockholmsregionen, nära 70 procent av totalen, medan drygt 20 procent återfinns i Skåne (främst Lund) samt knappt tio procent i Uppsala. I portföljen ligger flertalet av de stora framtida projekten i Stockholmsregionen, som Stinsen i Sollentuna, Tumba (Botkyrka) och Vårby Bryggor i Huddinge.

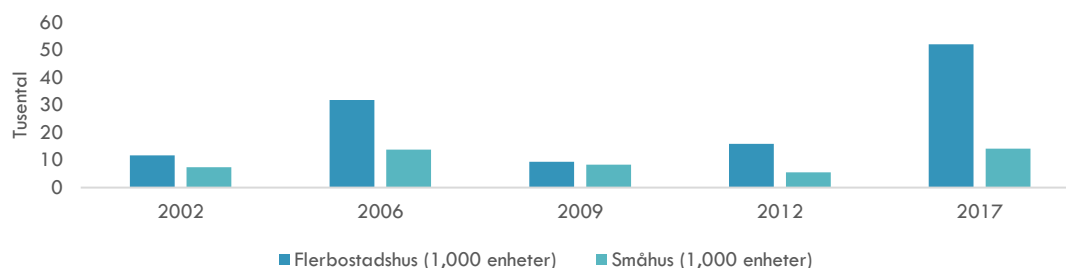
Vi bedömer att omkring hälften av det som Magnolia kommer att avyttra de närmaste åren kommer att ha Slättö som köpare. Slättö har åtagit sig att förvärva de för dem öronmärkta fastigheterna och kan inte backa från det, annat än att om Magnolia inte skulle kunna leverera sina delar enligt avtalet. Bakom Slättö står nordiska institutioner, professionella investerare i fastighetsbranschen samt nyckelpersoner i bolaget. Större delägare i Slättö är familjen Ehrnrooth från Finland, Slättös VD Johan Karlsson med familj samt tidigare VD för Jernhusen, Per Berggren. Slättö har rest kapital i omgångar till sina fastighetsfonder, varav de två senaste huvudsakligen förefaller ha varit institutionella investerare. Avtalet mellan Magnolia och Slättö löper till 31 mars 2020.

## Marknad

Det råder idag bostadsbrist i 255 av Sveriges 290 kommuner och mest utpräglat i våra storstadsområden. Bostadsbristen beror på en låg nyproduktionstakt i förhållande till befolkningstillväxten framförallt sedan 2005. Från 2012 ökade bostadsbyggandet i Sverige kraftigt. Nybyggnationen av bostadshus ökade med 24 procent 2015 och 35 procent under 2016. Fram till och med 2014 fanns inget större spekulativt inslag i den svenska bostadsutvecklingsmarknaden, det vill säga det var nästan enbart slutliga användare som köpte lägenheterna. Men åren 2015 och 2016 ökade inslaget av spekulativa köpare markant, något som vändes till ett överutbud av lägenheter från andra halvåret 2017. Helåret 2017 ökade nyproduktion av bostäder med 29 procent. Enligt Sveriges Byggindustrier, väntar en ytterligare ökning med 5 procent under 2018. Signaler från bostadsutvecklare och byggbolag pekar sedan på en risk för ett lägre byggande av nya bostäder från år 2019 (vår bedömning, inte Sveriges Byggindustrier).

De senaste årens låga räntor i kombination med skattemässiga ränteavdrag för privatpersoner och bostadsbrist har gett upphov till en mycket snabb prisuppgång på välbelägna bostäder i synnerhet i landets stor- och regionstäder. Det har i sin tur gjort att bostadsutvecklingsprojekten i Sverige fokuserats till högprissegmentet, där den bästa lönsamheten har kunnat nås, men där efterfrågan nu är mer än mättad. Rimligen kommer marginalerna på avslutade projekt nu att falla tillbaka under kommande år mot långsiktigt mer normala nivåer.

### Nyproduktion av bostadslägenheter i Sverige 2002–2017



Källa: Sveriges Byggindustrier och Jarl Securities

Prisnedgången på den svenska bostadsrättsmarknaden under hösten 2017 på uppskattningsvis omkring 10 procent i genomsnitt, har redan fått många bostadsutvecklare att konvertera tidigare bostadsrättsprojekt till hyresrättsditto, där konkurrensen nu ökar. En annan lösning har varit att dela större brf-projekt med starka kapitalpartners och/eller att sälja förvaltningsfastigheter för att frigöra kapital. Ett antal planerade eller uppstartade projekt har även stoppats tills vidare. Det sistnämnda är inte alltid så lätt, med tanke på ingångna förvärsavtal med kommuner och andra motparter. Till det kommer det kärva svenska klimatet där stillastående nyproduktion kan innebära att byggnaderna skadas tekniskt. Det torde innebära att mycket beslutade projekt under framförallt 2016 kommer att köras vidare, men att de beslut om frysning av vissa projekt som tagits under andra halvåret 2017 kommer att innebära lägre produktionstakt.

från och med andra halvåret 2018. Dessutom har tilldelad mark med byggrätt på senare tid lämnats tillbaka till kommunen, vilket bland annat gäller Hagastaden i Stockholm.

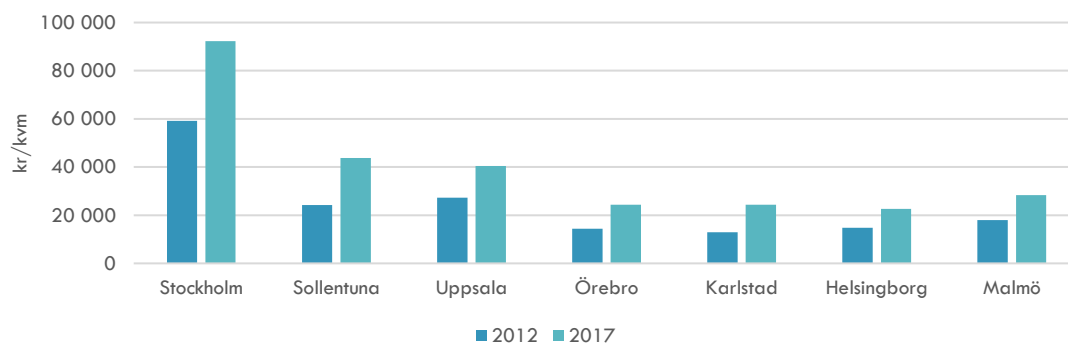
Vår uppfattning är att det behöver byggas mer billiga bostäder i Sverige framöver för att mäta huvuddelen av bostadsefterfrågan. Denna efterfrågan återfinns i prissegment väsentligt under det som huvudsakligen byggs idag. Utmaningen består i att Sverige har Europas högsta byggkostnader samtidigt som en mycket stor del av de senaste årens befolkningstillväxt utgörs av hushåll med lägre inkomster (främst invandrare). Ska de riktigt billiga bostäderna kunna byggas blir det nödvändigt med betydande statliga subventioner. Ett sådant scenario känns idag inte särskilt sannolikt annat än i begränsad omfattning.

Magnolia erbjuder huvudsakligen hyresrättslägenheter, som även om de inte är särskilt billiga ändå ger personer och hushåll en chans att få sin första bostad utan att ta de stora lån som ofta är förenade med köp av en bostadsrättslägenhet. Lånetak tillämpade av bankerna samt amorteringskrav har höjt dessa trösklar.

Kön till begagnade hyresrätter uppgår till åtskilliga år och ibland mer än ett decennium i stor- och regionstäder. Det är ett uttryck för den bostadsbrist som råder i Sverige samt att hyran på begagnade bostäder är alltför låg satt (normalt omkring tusen kronor per kvadratmeter och år, vilket leder till en överefterfrågan). Nyproduktionshyran brukar ändå understiga andrahandshyran för begagnade lägenheter, åtminstone i Stockholmsregionen. Skillnaden är lägre i regionstäderna.

Hyran för en nyproducerad lägenhet på 45 kvadratmeter hamnar på 8 250 kronor per månad givet 2 200 kronor per kvadratmeter och år. Kostnadsmissigt motsvarar det omkring 70 000 kronor per kvadratmeter i bostadsrättspris. Före amorteringar skulle det endast ge en räntekostnad på cirka 750 kronor per kvadratmeter och år (efter 30 procent ränteavdrag). Bostadsrätterna ger med dagens låga räntenivåer normalt lägre månadskostnad för innehavaren jämfört med att hyra. Men det förutsätter att den lägenhetssökande får lån av banken.

#### Prisutvecklingen för bostadsrättslägenheter i sju svenska kommuner 2012 (helår) och 2017 (helår)



Källa: Mäklarstatistik och Jarl Securities

Som synes har bostadsrättspriserna gått upp kraftigt räknat på de senaste fem åren. Problemet är det trendbrott som skedde andra halvåret 2017 och har lämnat många bostadsutvecklare med alltför dyrt inköpt mark i sina böcker.

De senaste åren har inneburit ett trendbrott som gjort det lönsammare att bygga i regionstäderna. För att illustrera det kan vi förutom prisutvecklingsgrafan på förra sidan även titta på JM:s avdelning Bostad Riks som omfattar Sverige utanför Stockholmsregionen). JM Bostad Riks har historiskt haft väsentligt lägre marginaler än bolagets verksamhet i Stockholmsregionen. Under helåret 2017 låg JM Bostad Riks på 15,5 procent rörelsemarginal, jämfört med 9,4 procent för helåret 2015. Motsvarande siffror för JM Stockholm var 20,1 procent helåret 2017 och 17,2 procent helåret 2015. Den förbättrade lönsamheten i regionstäderna (ofta med fastighetsvärden på nivån 30 till 40 000 kronor per kvadratmeter) har som vi tidigare nämnt lett till ett överutbud i regionstäder och kanske allra mest påtagligt i städer som Örebro, Uppsala, Växjö och Linköping. Magnolia har också haft projekt i svenska regionstäder med goda förutsättningar till lönsamma affärer.

## Konkurrens

Marknaden för utveckling av bostäder i storstadsområdena domineras av fem större byggbolag (Skanska, JM, Bonava- tidigare NCC Housing, Peab och Veidekke). Andra viktigare aktörer är HSB och Riksbyggen samt Wallenstam. Magnolia Bostad är en medelstor aktör med ungefär hälften av de stora byggbolagens byggrättsportfölj, men samtidigt större än flertalet övriga börsnoterade bostadsutvecklare som Alm Equity, Besqab, Oscar Properties och Tobin Properties. Dessutom finns både medelstora onoterade aktörer som exempelvis Einar Mattsson, men även hundratals mindre bostadsutvecklare framförallt i Stockholmregionen. De småskaliga projekten attraherar många anbudsgivare medan bara ett fåtal aktörer kan konkurrera om de större projekten

Prisnedgången på bostadsrätter i Sverige under andra halvåret 2017 skapade ganska omgående en brist på rörelsekapital exempelvis hos de medelstora börsnoterade aktörerna som Oscar Properties, SSM Holding och Tobin Properties. På endast några månader sålde dessa bolag förvaltningsfastigheter (främst Oscar och Tobin), ny- och företrädesemissioner (Tobin), men bjöd även in större internationella fastighetskapitalaktörer att gå in som delägare i bolagens projekt. Oscar Properties bildade ett samriskbolag med Starwood Capital som fick 70 procent av ägandet i projekt kvarteret Primus på Lilla Essingen i Stockholm. SSM Holding bildade ett samriskbolag (ägt till 50 procent av SSM och 50 procent av schweiziska Partners Group) kring Tellus Tower, Järla Station och Metronomen (samtliga belägna i södra Stockholmsområdet). Oscar och Tobin Properties har sålt ett antal förvaltningsfastigheter i Stockholm till FastPartner respektive Kungsleden, fastigheter som nu inte längre kommer att konverteras till bostäder utan förbli kontor. Nyligen annonserade Tobin Properties att de kommer att genomföra en ytterligare företrädesemission på 225 miljoner kronor.

Andra aktörer som Wallenstam i Stockholm och Stena i Göteborg har relativt nyligen beslutat att konverterat tidigare bostadsrättsprojekt till hyresrätter.

## Ledning och ägare

### Styrelseordförande

Fredrik Holmström, född 1971. Grundare och huvudägare i Magnolia Bostad via bolaget F Holmström Fastigheter sedan 2009. Detta bolag ägnar sig åt bostadsproduktion, förvärv och förvaltning av fastigheter samt handel i aktier och onoterade innehav.

### Vd

Fredrik Lidjan, född 1973 och VD sedan 2015. Tidigare ansvarig för affärsutveckling för hyresrättsverksamheten inom Magnolia Bostad. Dessförinnan transaktionschef på CBRE samt kreditanalytiker på SEB. Aktieinnehav i Magnolia Bostad: 155 300.

### Vice Vd:ar

Rickard Langerfors, född 1972 är Chef för Projektutveckling och anställd sedan 2011. Han var tidigare projekt- och produktchef på Skanska samt projektansvarig på HSB. Högskoleingenjör från Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm. Äger 294 000 aktier i Magnolia Bostad.

Erik Rune, född 1973 är COO och anställd sedan 2015. Tidigare CFO för CBRE Global Investors i Norden. Erik har tidigare även varit VD för London & Regional Properties nordiska verksamhet samt jobbat med fastighetsfinansiering på SEB och Eurohypo. Aktieinnehav i Magnolia Bostad: 175 000.

### CFO

Fredrik Westin, född 1973, anställd sedan 2016. Tidigare ekonomichef på Kungsleden samt Analyschef och Redovisningschef på GE Capital Real Estate Nordic. Aktieinnehav i Magnolia Bostad: 1 600.



#### Tio största ägarna, 2018-03-31

	%, Kapital & röster
F Holmström Fastigheter	56,4
Danica Pension	8,3
Länsförsäkringar Förvaltning	7,0
Nordnet Pensionsförsäkring (PB)	4,2
Svolder	4,0
Avanza Pension (PB)	1,8
Martin Dahlin	1,5
John Larsson	1,0
Cliens Fokus Sverige	0,9
Cliens Sverige Mixfond	0,7

Källa: Bolagets finansiella rapporter

F Holmström Fastigheter är styrelseordförande Fredrik Holmströms bolag och en del av privatägda Holmströmgruppen. I övrigt domineras ägarkollektivet av svenska institutioner, med endast en större privat ägare.

## Risker

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

### Omfattande konkurrens

Den svenska bostadsutvecklingssektorn har expanderat mycket kraftigt i Sverige åren efter omkring 2010. Antalet aktörer är idag mycket stort, speciellt i Stockholmsregionen. Även om Magnolia har en fördel av sin relativt sett goda finansiella styrka och närvaro på Stockholmsbörsen med de finansieringsmöjligheter detta erbjuder, gör den omfattande konkurrensen att Magnolia behöver ta fram bra och kostnadseffektiva produkter. Ett antal andra aktörer har också redan konverterat tidigare bostadsrättsprojekt till hyresrättsdito till följd av den svagare bostadsrättsmarknaden. Det ökar konkurrensen inom hyresrättssegmentet, där Magnolias verksamhet idag har sin tyngdpunkt.

### Bostadskonsumenterna måste ha råd

Sverige har Europas högsta byggkostnader. Det kan förklaras med höga utförandekrav på bostäderna och ett allmänt högt kostnadstryck då byggsektorn har ett högt resursutnyttjande och höga skatter, liksom en otillräcklig konkurrens. Även nyproducerade hyreslägenheter är förhållandevis dyra, vilket brukar synas i form av en omflyttning på 10 till 15 procent åren närmast efter första inflyttning.

### Personberoende bransch

Magnolias organisation är relativt liten och beroende av ett begränsat antal nyckelpersoner vad gäller hela bostadsutvecklingskedjan från markförvärv till försäljning av ett projekt samt övervakning fram till inflyttning. Ett relativt begränsat antal personer är framgångsrika fastighetsutvecklare och inbyggda relationer är också mycket viktigt. Det gäller allt från kontakter i olika kommuner med stadsplanerarna till band till de institutionella köparna av de färdiga hyresrätts-, vård- och/eller hotellenheterna.

### En sektor med hög räntekänslighet

Stigande räntor skulle kunna minska de institutionella aktörernas aptit på att investera i fastigheter, något som varit en drivkraft bakom stigande kommersiella fastighetspriser i Sverige där pensionsbolagen varit stora nettoköpare sedan 2009. Att placera pensionspengar i obligationer har inte gett någon nämnvärd avkastning de senaste åren.

Investeringar i nyproducerade fastigheter är mycket kapitalkrävande och därmed också räntekänsliga. Risknivån hos bostadsutvecklare bedöms vara avsevärt större jämfört med förvaltande fastighetsbolag. Det syns i helt andra räntenivåer (ofta 6 till 7 procent) som bostadsutvecklare betalar på sina obligationslån. Samtidigt sitter de förvaltande bolagen med säkra kassaflöden från sina fastigheter och betalar oftast endast mellan 2 och 3 procent årlig ränta på sina lån, vilket gör dem till köpare i dagens mer turbulenta marknad.

Att ha tagit lån (såväl bank- som obligationslån) innebär samtidigt att bolaget ifråga behöver hålla vissa nyckeltal (främst soliditet och räntetäckningsgrad) gentemot långivarna. Dessa villkor övervakas och begränsar bolagets möjlighet att expandera allt för snabbt.

Tillgången och priset på kapital styrs av bankerna, av kapitalmarknadens villkor i övrigt samt av osäkerhetsfaktorer kopplad till fastighetssektorn och omvärlden i stort. Likaså av regleringar som från tid till annan kan påföras bankerna och/eller fastighetsbolagen och därmed påverka räntenivån och kostnaden för att anskaffa kapital. Vi upplevde att bankernas kreditgivning till bostadsutvecklingssektorn började bli mer restriktiv redan under andra halvåret 2016. Prisnedgången under andra halvåret 2017 i bostadsrättssegmentet har spätt på denna utveckling.

## Ändrade skatteregler

Under 2017 föreslogs begränsningar i svenska bolags avdragsmöjligheter för räntekostnader. Speciellt om räntenivån skulle stiga, drabbar det fastighetssektorn eftersom motsvarande skattekompensation då inte längre erhålls. Magnolia har i likhet med andra bostadsutvecklare relativt höga räntekostnader kopplade till sina obligationslån.

Det har även lagts förslag om ändrade reavinstskatteregler vid försäljning av fastigheter, där syftet är att höja det effektiva skatteuttaget vid sådana transaktioner jämfört med idag. Även detta kan komma att påverka Magnolias affärer negativt, då bolaget är transaktionsintensivt. Om det blir skärpta reavinstskatteregler avgörs dock först efter riksdagsvalet i september 2018.

## Investment Case

Magnolia kommer precis som flertalet andra bostadsutvecklare i huvudsak att värderas på sin intjäningsförmåga. Enligt vårt synsätt är det en funktion av hur mycket Magnolia kan sälja per år samt med vilken rörelsemarginal. Det finns även ett värde i byggrättsportföljen, som emellertid i huvudsak får betraktas som kommande års orderbok. Exempelvis har JM historiskt haft upp till åtta års produktion i sin byggrättsportföljen utan att för den skull värderats fullt ut på dessa meriter.

Efterfrågan på bostäder bedöms vara fortsatt god i Sverige kommande år. Däremot måste sannolikt mer säljas inom volymsegmentet för att möta konsumenternas betalningsförmåga. Det är inte lika lockande för bostadsutvecklarna eftersom rörelsemarginalerna då blir lägre (såvida inte statliga subventioner tillkommer). I Magnolias fall handlar det mer om huruvida det kommer att gå att hyra ut till dagens relativt höga nyproduktionshyror även framgent samt om de institutionella investerarna kommer att ha en fortsatt aptit på att öka sin fastighetsexponering med fler köp i Sverige. Samtidigt gör Slättö-avtalet Magnolias situation gynnsam, med en så pass stor garanterad köpare av projekten.

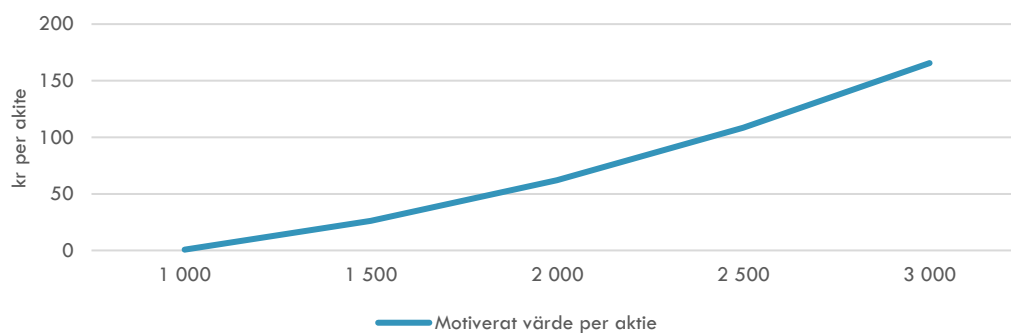
## Värdering

Vi börjar med en förenklad modell som utgår från Magnolia Bostads antagna framtagande- och säljkapacitet över tid. Här antar vi att bolaget lyckas nå en vinst på 150 tusen kronor per lägenhet samt därtill plus 20 procent för att fånga in avyttrade hotell-och vårdanläggningar.

Från rörelseresultatet har vi dragit av centrala administrationskostnader samt finansnetto som vi bedömer i nuvarande struktur ligger omkring 165 miljoner kronor per år. Vi har sedan antagit att finansnettot blir 7 procent sämre som en följd av ökad upplåning per 500 stycken sålda lägenheter per år. Detta eftersom att projektportföljen allt annat lika behöver fyllas på i högre utsträckning ju mer som avyttras.

Applicerar vi ett p/e-tal om 10 ggr med 10 procent antagen skattebelastning på det aktuella resultatet efter finansnetto och räknar på två års genomsnittlig byggproduktionstid hamnar vi på nedanstående graf för hur det motiverade värdet på Magnolia-aktien förändras med antalet sålda enheter. Dagens aktiekurs innebär implicit att Magnolia uthålligt kan ligga på cirka 1900 sålda bostadslägenheter med 15 procent vinstmarginal per år plus 20 procent tillägg för hotell- och vårdanläggningar (totalsiffran ökar då till 2280 stycken, dvs något under den nivå som bolaget sålde för under de senaste tolv månaderna). Den positiva hävstångseffekten om bolaget istället skulle klara att färdigställa 2500 lägenheter per år (motsvarande 3000 enheter inklusive vård och hotell) är som synes mycket stor med ett motiverat värde om 108 kronor per aktie. Notera också att bolaget idag har en något högre lönsamhet på sålda projekt än nedanstående modell.

### Motiverat värde (kr/aktie) i Magnolia givet 150 tkr i vinst per lägenhet plus 20% tillägg för hotell och vård



Källa: Jarl Securities

I vår kassaflödesvärdering av Magnolia Bostad har vi utgått från bolagets nuvarande intjäningsförmåga och lagt prognoser för intäkter och rörelseresultat för åren 2018–2021.

I vår diskontering av bedömda kassaflöden i Magnolia Bostad till nuvärden har vi använt en årlig diskonteringsränta om 10,7 procent. Denna kalkylränta är härledd som 56 procent andel eget kapital (lika med aktuellt börsvärde) till 12 procent avkastningskrav samt 44 procent andel räntebärande skuld till 9 procent låneränta.

Vi kommer fram till en riktkurs på Magnolias aktie om 78 kronor. Beroende på val av långsiktig rörelsemarginal varierar riktkursen från 48 kronor vid 15 procent marginal till 108 kronor givet 29 procent marginal. Med vårt val om 22 procent långsiktig rörelsemarginal utgör slutvärdet (år 2021 och därefter) omkring 76 procent av det diskonterade kassaflödesvärdet brutto före avdrag för räntebärande nettoskuld.

Baserat på vår DCF-värdering får vi alltså 78 kronor per aktie som vår Bas-scenario gällande motiverat värde samt 48 kronor per aktie som ett Bear-scenario och 108 kronor per aktie som Bull-scenario.

## DCF-värdering

MSEK	2018P	2019P	2020P	2021P	Slutvärde
Omsättning	1 850	1 750	2 000	2 140	
Rörelseresultat	391	382	460	471	
Rörelsemarginal	21%	22%	23%	22%	
Skatt	0	0	-46	-47	
Netto investeringsbehov	-30	-35	-40	0	
Fria kassaflöden beaktat	361	347	374	424	4 981
Diskonterade kassaflöden	357	310	302	309	3 286
<b>Summa diskonterade kassaflöden</b>	<b>4 566</b>				
Avgår nettoskuld	-1 613				
<b>Summa värde eget kapital</b>	<b>2 953</b>				
Antal aktier (miljoner)	38				
Rikt Kurs (kronor)	78				
Diskonteringsränta	10,7%				
Långsiktigt tillväxtantagande/år	2,0%				
<b>Känslighetsanalys</b>					
Rörelsemarginal	15%	18,5%	22%	25,5%	29%
Rikt Kurs, kronor	48	63	78	93	108

Källa: Jarl Securities

## Jämförande värdering

Vi har även gjort en jämförande nyckeltalsvärdering av nio noterade bostadsutvecklingsföretag på Stockholmsbörsen. Sektorn har sedan 2016 expanderat kraftigt från etablerade aktörer som Besqab, Bonava (tidigare NCC Housing) och JM till att nu omfatta bolag i såväl premiesegmentet som Oscar Properties, och högprofilbolag som SSM Holding och Tobin Properties, till modultillverkaren Prime Living (som hyr ut sina färdiga byggnader).

Vi har tagit fram fyra nyckeltal (P/E, EV/EBIT, EV/Sales och Pris/Eget Kapital) som mäter börsvärde i förhållande till resultat efter skatt, skuldfritt bolagsvärde dividerat med rörelseresultat, skuldfritt bolag dividerat med intäkterna samt börsvärde dividerat med bokfört eget kapital. För samtliga bolag har vi använt de senaste rullande tolv-månaders siffrorna.

Överlag känns den svenska bostadsutvecklingssektorn måttlig värderad i dagsläget. Aktierna har fallit tillbaka kraftigt hänförligt till den prisnedgång på lägenheter som inträffade under andra halvåret 2017. Även om bostadsrättsmarknaden visar vissa tecken på att ha planat ut till och med april 2018, är det nästan tvärstopp vad gäller försäljning av nyproducerade bostadsrätter. Det tillsammans med ett latent utbud av såväl nybyggda som begagnade lägenheter får oss att tro att marknaden kommer att fortsätta att vara relativt svag under återstoden av 2018. Först när nyproduktionen minskar mot slutet av 2018 kan vi gå mot jämvikt för att sedan åter få se prisuppgångar på lägenheter och hus.

Bolagen i sektorns resultat är genomgående mycket känsliga för förändrade priser på de sålda bostäderna. Schablonmässigt för sektorn som helhet innebär dagens rörelsemarginaler omkring 20 procent att en prisförändring mot kund för en lägenhet eller villa med +/-5 procent skulle öka eller minska bolagens rörelseresultat med omkring 25 procent. Magnolia-aktien värderades tidigare med en premie relativt sektorn för bostadsutvecklare på Stockholmsbörsen, men den är nu borta. Förklaringen är att Magnolias resultat varit tämligen stabilt de senaste kvartalen, medan flera av kollegorna fått se sina resultat falla kraftigt.

### Jämförelsevärdering, bostadsutvecklare

	Börsvärde, mdr SEK	P/E	EV/EBIT	EV/Sales	Pris/Eget Kapital	Implicit värdering, kr/kvm byggrätt
ALM Equity AB	2 932	15,4x	16,1x	1,8x	1,4x	1 700
Besqab AB (publ)	1 601	5,2x	3,4x	0,6x	1,2x	1 266
Bonava AB (publ)	11 928	11,3x	11,4x	1,3x	1,8x	2 698
JM AB	12 272	6,2x	4,6x	0,6x	1,8x	2 741
Magnolia Bostad AB	2 042	9,6x	7,7x	1,6x	1,9x	1 344
Oscar Properties Holding AB	1 215	neg.	62,5x	1,3x	0,8x	-1 128
Prime Living AB (publ)	1 062	7,5x	10,3x	43,9x	1,4x	4 815
SSM Holding AB (publ)	667	5,3x	5,7x	1,9x	0,7x	-1 974
Tobin Properties AB	522	1114,9x	45,7x	18,2x	0,9x	-599
Median nio bolag	1 601	8,5x	10,3x	1,6x	1,4x	1 344

Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://www.jarlsecurities.se), nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities

bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

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

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

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

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

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