

Du vet väl om att Fastighetsnytt presenterar inlägg i aktuella frågor på hemsidan under rubriken Opinion? Vill du också debattera kan du kontakta vår webbredaktör Mattias Fröjd (mattias.frojd@fastighetsnytt.se).

BUBBLA UNDER UPPSEGLING PÅ KOMMERSIELLA FASTIGHETSMARKNADEN?

PUBLICERAD PÅ WEBBEN 2015-10-01

En ganska vanlig uppfattning under de senaste åren har varit att fastigheter är ett av de få tillgångslag som ger starka kassaflöden i dagens lågräntemiljö. Vi har en delvis annan uppfattning i denna fråga och en fundering är om vi ska börja oroa oss för en bubbla på den kommersiella fastighetsmarknaden i Sverige.

Vi har sammanställt analyser av en uppsättning fastighetsbolag på Stockholmsbörsen under åren 2008-2014 samt fram till Q2 2015. Sifferunderlaget som vi fått till förfogande för att göra egna alternativa och fördjupade analyser har tillhandahållits av företaget SEDIS (se faktaruta).

Vi har av SEDIS erhållit uppgifter om aggregerade hyresintäkter, redovisade driftnetton i resultaträkningen, verkliga värden på förvaltningsfastigheter, förvaltningsresultat (exklusive värdeförändringar), börsvärden och preferensaktiekapital. Vilka dessa bolag är framgår av tabellen.

En viktig iakttagelse i sammanhanget är att de noterade fastighetsbolagen följer IFRS i koncernredovisningen varifrån uppgifter enligt ovan har inhämtats. I IFRS-regelverket gäller en komponentansats vid gränsdragning mellan reparationskostnader som kostnadsförs i resultaträkningen och åtgärder som aktiveras som investering i balansräkningen. Kort sammanfattat kan tillämpning av detta regelverk beskrivas som att en stor del av återinvesteringar som behövs för att bibehålla fastigheternas "produktionsförmåga" och attraktivitet på marknaden redovisas som investering i balansräkningen istället för som underhållskostnad i resultaträkningen. Endast en mindre del av denna typ av utgifter redovisas som kostnad i resultaträkningen.

ETT ANNAT SÄTT ATT UTTRYCKA DET NYSS SAGDA är att enbart resultaträkningen inte är rätt rapport att söka "sanningen" i när det gäller vilken fri kassaflödeskapacitet fastighetstillgångar har. För att förstå fastigheternas fria operativa kassaflöden behövs också information om hur stora belopp som aktiverats så som investering

Bolag som ingår i analysen:

Atrium Ljungberg	Heba
Balder	Hufvudstaden
Castellum	Klövern
Catena	Kungsleden
Corem	Sagax
Diös	Wallenstam
Fabege	Wihlborgs
Fastpartner	

i balansräkningen och hur dessa investeringar fördelar sig mellan nyinvesteringar i nya fastigheter och nödvändiga återinvesteringar i befintliga fastigheter för att upprätthålla produktionsförmågan hos det befintliga fastighetsbeståndet.

Om vi utgår från aggregerade redovisade driftnetton i resultaträkningarna synes fastigheterna generera en "direktavkastning" om cirka 5 procent av redovisade aggregerade verkliga värden i år liksom de närmast föregående åren. Det ser ju ganska bra ut och styrker lite av resonemanget att fastigheter ger starka kassaflöden i jämförelse med andra investeringsalternativ och med hänsyn till risknivå förknippade med olika investeringsalternativ samt vilken nivå fastighetsföretagen i snitt betalar i ränta på sina lån.

KASSAFLÖDESBASERADE DIREKTAVKASTNINGEN CIRKA TRE PROCENT

Baserat på informationen från Sedis har vi sedan gjort bedömningar av utbetalningar hänförliga till preferensaktier och hanterat dessa som ränteutbetalningar vilket belastat förvaltningsresultatet. Vi har gjort bedömningar avseende betald skatt samt ett normaliserat återinvesteringsbehov i fastighetsbeståndet och dragit av även dessa poster från förvaltningsresultatet för att komma fram till ett nettokassaflöde som långsiktigt kan ligga till grund för utdelning till

aktieägarna. Vi har även justerat det aggregerade redovisade driftnettot som hämtas från resultaträkningen med utbetalningar för central administration och bedömda normaliserade utbetalningar för återinvesteringar i fastighetsbeståndet för att komma till ett bedömt fritt operativt kassaflöde.

Det fria operativa kassaflödet visar sig vara betydligt lägre än de cirka 5 procent i direktavkastning som blir resultatet vid en analys enbart baserad på siffror i resultaträkningen. I våra analyser blir den "riktiga" kassaflödesbaserade direktavkastningen endast cirka 3 procent av fastighetsvärdet. Bolagens fastigheter har en belåningsgrad som ligger runt 55 procent och de betalar en snittränta på strax under 3 procent. Så likviditeten ser ju i alla fall ut att gå ihop ganska bra obeaktat utdelningar och betald inkomstskatt.

Tittar vi däremot på ett P/E-tal baserat

FAKTA: SEDIS AB

- Grundades sommaren 2014
- Ekonomisk information från 29 IFRS redovisande fastighetsbolag
- Cirka en kvarts miljon datapunkter i databasen
- Data från Q4 2008

på det bedömda nettokassaflödet som vi diskuterade ovan så pekar detta på ett kassaflödesbaserat P/E-tal någonstans runt 30. Den kassaflödesbaserade avkastningen som tillfaller egna kapitalet kan således skattas att ligga endast mellan 3 och 3,5 procent av aktievärdet! Hur ska nu detta gå ihop så att aktieägarna får en rimlig avkastning med hänsyn till risk? Jo enligt vår bedömning måste det till fortsatta uthålliga värdeökningar på fastigheterna för att ägarna ska få

en teoretiskt rimlig avkastning på det kapital som investerats i aktier i dessa bolag.

MOT BAKGRUND AV OROLIGHETERNA I VÅR OMVÄRLD och nedreviderade internationella tillväxtprognoser undrar vi om aktieägarna ligger rätt i sina bedömningar. Uthållig total fastighetsavkastning är ju trots allt beroende av utvecklingen på två fundamentala faktorer – realränta och tillväxt. Att enbart realräntan sjunker eller blir negativ kan möjligen skapa en positiv reaktion på värden och avkastning på kort sikt men för att det hela ska bli uthålligt måste tillväxten i ekonomin ta vid och föra utvecklingen vidare. Vi följer utvecklingen på området med stort intresse. ■

BO NORDLUND

TEKN DR, VERKSAM INOM BREC AB OCH KTH

SVERRIR THÓR

REDAKTIONSCHEF, FASTIGHETSNYTT