

Amhult 2: Håller projektkalkylen?

AMHULT 2 Analys
Fastighet
6 september, 2022

Framtida projektvinster har ofta nämnts som argument för att äga Amhult 2. Men Affärsvärldens genomgång visar att bolagets byggkostnader verkar blivit högre än vad bolaget tidigare kommunicerat. Håller fortfarande kalkylen för resterande etapper?



Amhult 2 utvecklar ett nytt stadsdelscentrum i utkanten av Göteborg. På bilden syns bolagets fastighet Kvarteret India.

AMHULT 2	
Börskurs: 74,00 kr	Antal stamaktier: 6,8 mn
Börsvärde: 507 Mkr	Nettobelåningsgrad: 43%
P/E-tal (EPRA): 14,1	Substansrabatt (EPRA): 40%
VD: Emilie Loft	Ordförande: Eigil Jakobsen

Amhult 2 (74 kr) är ett fastighetsbolag med hela sitt bestånd koncentrerat till Amhult/Torslanda strax utanför Göteborg. Bolaget grundades 2004 av **Eigil Jakobsen** och noterades på Spotlight året därpå. Eigil Jakobsen kvarstår som huvudägare med 41% av bolagets aktier. Bolaget framstår som något av ett familjeföretag. VD sedan i våras är huvudägarens barnbarn **Emilie Loft**. Hon efterträdde **Maria Nord Loft**, dotter till Eigil Jakobsen. I grafiken nedan framgår hur hyresvärdet för Amhults bestånd kommer att fördela sig om några år då beståndet är färdigbyggt. [infogram id="_/1us7FZfvoux8gLNxUYE" prefix="ZPY" format="interactive" title="Copy: Emilshus fastighetsbestånd juni 2022"] Bolaget grundades med syftet att utveckla mark som tidigare tillhört Torslanda flygfält till ett nytt stadsdelscentrum för stadsdelen Amhult/Torslanda. Byggnationen har pågått sedan 2013. Åtta av de elva ursprungligen planerade byggnaderna är idag färdigställda. På en fastighet håller byggnaden på att uppföras. På ytterligare en av projektfastigheterna planeras byggstart inom kort. På den sista fastigheten beräknas byggstart ske inom några år. Utöver de elva fastigheterna i Amhult centrum äger bolaget även en jordbruksfastighet en bit bort. Planen är att utveckla jordbruksfastigheten som bolaget kallar för Skogens Gård till en ny stadsdel. Området är i dagsläget inte detaljplanerat. Man kan nog räkna med att det kommer dröja ganska många år innan någon eventuell byggstart i området kan ske.

HUVUDSCENARIO

I den här analysen har vi skissat upp ett huvudscenario för hur Amhult 2 kommer att se ut om några år då hela beståndet är färdigställt, Skogens Gård exkluderat. I likhet med övriga fastighetsanalyser som vi på Afv skrivit de senaste månaderna har vi gjort milt pessimistiska antaganden om stigande räntor och avkastningskrav som huvudscenario. Vårt huvudscenario bygger på följande antaganden:

- De tre resterande fastigheterna i Amhult centrum färdigställs. Kostnaden för den delen av byggnationen som återstår blir 20% högre än våra indikationer om vad tidigare byggnation verkar ha kostat.
- 10% högre hyresintäkter. Inflationen kan nog lyfta hyrorna en del samtidigt som vi ser vakansrisken som begränsad för Amhult 2.
- 2 procentenheter högre ränta vilket lyfter Amhults snittränta från 1,8% till 3,8%.
- 1 procentenhet högre avkastningskrav på Amhults fastigheter. Det skulle lyfta avkastningskravet från dagens 3,8% till 4,8%. Allt annat lika skulle det sänka fastighetsvärdet med 21%.

I tabellen nedan visas en grov skiss på hur Amhults balansräkning skulle kunna se ut om några år då beståndet är färdigbyggt, givet antagandena ovan.

AMHULT 2:S BALANSRÄKNING	Per Q2 2022	Huvudscenario Antar färdigställt bestånd, 10% högre hyror samt avkastningskrav från 3,8% till 4,8%
Förvaltningsfastigheter	1,4 mdr	1,8 mdr
Fastighetsvärde per kvm	42,1 tkr/kvm	34,0 tkr/kvm
Belåningsgrad fastigheter	47%	59%
Belåningsgrad totala tillgångar	42%	58%
Substansvärde per aktie (EPRA NAV)	124,3 kr	103,6 kr
Källa: Affärsvärldens beräkningar, kan skilja mot hur bolaget rapporterar.		

I vårt huvudscenario stiger belåningsgraden till hanterbara 59%. Substansvärdet faller till 104kr vilket fortfarande är en bit över nuvarande börskurs.

AMHULT 2:S INTJÄNINGSFÖRMÅGA	Per Q2 2022	Huvudscenario Antar färdigställt bestånd, 10% högre hyror samt ränta från 1,8% till 3,8%	Kommentar
Hyresintäkter	67 Mkr	112 Mkr	Antar 10% högre hyror
Driftskostnader	-16 Mkr	-27 Mkr	Antar konstant överskottsgrad om 76%
DRIFTSÖVERSKOTT	= 51 Mkr	= 85 Mkr	
Central administration	-5 Mkr	-5 Mkr	
Finansnetto	-12 Mkr	-40 Mkr	Snittränta från 1,8% till 3,8%
FÖRVALTNINGSRESULTAT	= 34 Mkr	= 40 Mkr	
RESULTAT FÖRE SKATT	= 34 Mkr	= 40 Mkr	
Resultat per stamaktie (EPRA)	4,94 kr	5,83 kr	P/E från 15,0 till 12,7
Källa: Affärsvärldens beräkningar / bolaget. EPRA är enhetligt definierade nyckeltal för fastighetsbranschen.			

BYGGKOSTNADERNA AVVIKER FRÅN PLAN

Sedan vi hösten 2020 skrev vår senaste analys om Amhult 2 har substansvärdet per aktie ökat från 97 kr till 124 kr. Vi räknade då med att substansvärdet vid beståndets färdigställande skulle uppgå till 140 kr per aktie. Då utgick vi från bolagets kalkylerade byggkostnader som anges i **2019 års marknadsvärdering** av

bolagets fastighetsbestånd. Men när Affärsvärlden nu går igenom senaste årens investeringar tyder våra beräkningar på att byggnationen blivit åtminstone 30% dyrare än bolagets ursprungliga plan. Det är illa och adresseras dessutom inte alls i bolagets rapporter eller presentationer. Det känns också smått oseriöst att bolaget så sent som i december 2021 envist fortsätter upprepa samma glädjekalkyl – trots att de faktiska byggkostnaderna senaste åren verkar skenat iväg utöver plan. Gör bolaget ingen uppföljning av hur de egna projektkalkylerna faller ut?

MÅNGÅRIGA FÖRSENINGAR

Samtidigt har tidsplanen blivit försenad ett antal gånger. 2017 var planen att hela området skulle vara färdigbyggt 2021. Nu ser det snarare ut som att man kommer få vänta till omkring 2026/2027 innan sista fastigheten är färdigställd.

FASTIGHETSBOLAG MED STOR ANDEL BOSTÄDER	Substansrabatt %
SBB	59,3
KlaraBo	46,7
John Matsson	44,7
Amhult 2	40,0
Balder	35,1
Nivika	30,4
Brinova	27,6
K2A	26,6
HEBA	22,9
Trianon	20,9
Wallenstam	20,1
K-fastigheter	2,0
Genova	0,6
Genomsnitt	29,0
Källa: fbindex.se	

Kostnadsinflationen innebär dessutom att de tre fastigheter som fortfarande inte färdigställts lär bli ännu dyrare. Vi räknar med att resterande fastigheter totalt blir 50% dyrare än bolagets senaste uppskattning från december 2021. Då är det nätt och jämnt att kalkylen går ihop. Åtminstone kommer inga större projektvinster uppstå.

SLUTSATS

Projektvinster i färdigställandet av beståndet har ofta nämnts som det stora argumentet för att äga Amhult 2. Nu verkar det som att de kalkylerade projektvinsterna byggde på alldeles för låga antaganden om byggkostnader. Inflationen borde dessutom försämra kalkylen ytterligare framöver. Lägg stigande räntor och avkastningskrav till det så faller substansvärdet snarare än stiger. Vi ser framför oss ett substansvärde om 104 kr per aktie några år in i framtiden. Det är en ganska bra bit över den nuvarande aktiekursen. Vi ser därför inte Amhult 2 som en uppenbar säljkandidat. Samtidigt tycker vi att det finns betydligt bättre fastighetsbolag som värderas liknande. Vårt råd blir neutralt för Amhult 2. [infogram id="_/pNPZB8yBuBAeddA2MmW3" prefix="SpY" format="interactive" title="Amhult 2 reglage september 2022"]

Tio största ägare i Amhult 2	Värde (Mkr)	Kapital	Röster
Eigil Jakobsen	207	40,8%	83,8%
Investment AB Spiltan	64	12,7%	3,5%
Mjölback's Entreprenad Holding AB	31	6,1%	1,7%

TKF Transportkonsulten Förvaltnings AB	23	4,5%	1,2%
Avanza Pension	21	4,1%	1,1%
Nordnet Pensionsförsäkring	13	2,6%	0,7%
Martin Fagerström	10	2,0%	0,5%
Kenneth Pettersson	10	1,9%	0,5%
Livförsäkringsbolaget Skandia	8	1,6%	0,4%
Alf Lindqvist	7	1,4%	0,4%
Källa: Holdings			

Denna PDF finns tillgänglig hos Spotlight Stock Market genom ett samarbete med Affärsvärlden, där analysen tidigare publicerats för analystjänstens prenumeranter. Analysen i original inklusive kursdiagram och annan grafik nås via länken nedan.

<https://www.affarsvarlden.se/analys/amhult-2-haller-projektkalkylen>