

Många varningssignaler i Tingsvalvet

TINGSVALVET FASTIGHETER Analys
Fastighet
10 september, 2021

Det konsultdrivna fastighetsbolaget har sänkt utdelningen som följd av covid-19. Om bolaget gör comeback finns stor uppsida i aktien. Tyvärr är informationsgivningen bristfällig och varningssignalerna många.



Foto: Fotograf Tobias Gustafsson

<https://www.affarsvarlden.se/analys/sectorspecial-konsultdrivna-fastighetsbolag-2>

Tingsvalvet (**88 kr**) är ett konsultdrivet fastighetsbolag. För bakgrund om fenomenet kan man med fördel läsa krönikan i länken bredvid.

<https://www.affarsvarlden.se/analys/tingsvalvet-nytt-enfastighetsbolag-med-dyster-historik>

Aktien noterades 2019. Vi såg då ett antal illavarslande tecken både kring noteringen och själva fastigheterna. Rådet blev att inte teckna aktien och sedan dess har utdelningen sänkts och aktien fallit 12%.

TINGSVALVET	
Börskurs: 88,00 kr	Börsvärde: 268 Mkr
Direktavkastning: 5,7%	P/E-tal (EPRA): 14,9
Belåningsgrad fastigheter: 57%	Substansrabatt (EPRA): 14%
VD: Joachim Carlsson	Ordförande: Mikael Igelström

VERKSAMHETEN: TVÅ KONTORS- OCH RETAILFASTIGHETER I KARLSTAD

Tingsvalvet äger två fastigheter i centrala Karlstad med en total uthyrbar area om 18 700 kvm. Den ena är en kontorsfastighet med banklokal för Nordea och kontor där det statliga bolåneinstitutet SBAB har sin teletjänstcentral. Den andra fastigheten utgörs av gallerian Valvet som invigdes 2016 men sedan start lidit

av dålig besöks trafik och konkurrens från ett flertal andra etablerade köpcentrum i närområdet. Här finns drygt ett dussin olika hyresgäster. Det totala hyresvärdet är omkring 45 Mkr vilket gör Tingsvalvet till ett av de mindre konsultdrivna fastighetsbolagen. SBAB, Nordea, O'Learys och H&M är de största hyresgästerna som sägs stå för cirka 80% av intäkterna.

VAKANSRISK: OKLART OM HYRESGARANTIER

Vi noterar i bolagets årsredovisning för 2020 att Tingsvalvet mottagit ersättning för hyresgarantier från fastigheternas tidigare ägare Randviken på 10 Mkr. Detta gäller alltså hyror som av ett eller annat skäl inte betalats av hyresgästerna. Trots det är informationen från Tingsvalvet sparsmakad och det finns inga skrivelser om större vakanser eller rabatter. I kontakt med Affärsvärlden uppger bolagets VD Joachim Carlsson att hyresgarantins syfte i första hand var att reglera hyresintäkterna från SBAB. Detta eftersom deras lokaler byggts om under 2019-2021. Vi är ändå osäkra på om hela hyresgarantin rör SBAB. Alternativa förklaringar som inte går att utesluta är att hyresgäster med omsättningsbaserade avtal betalat mindre hyra (H&M och O'Learys). Eller i värsta fall att det finns vakanser som inte tydligt kommunicerats. Vi har ställt ytterligare frågor om detta till VD som inte besvarats. I övrigt har två större kontrakt omförhandlats under 2020 – bägge till det sämre. H&M har lyckats förhandla till sig en tidigareläggning av de uppsägningsoptioner som fanns enligt tidigare avtal. Det innebär att de nu redan 2023 kan säga upp avtalet utan krav på straffersättning. Den andra omförhandlingen gäller Nordea som ursprungligen hade ett kontrakt som löpte till och med 2023. Det har nu förlängts till 2025 men samtidigt har de minskat sin yta med knappt 40%, från 3 315 till 2 133 kvm. Vid noteringen var Nordea bolagets största hyresgäst.

NYCKELPERSONER OCH ÄGARE: FÖRVALTAS AV TIDIGARE ÄGAREN RANDVIKEN

Största ägare är förmögenhetsförvaltaren von Euler & Partners som ägt aktien sedan noteringen. Näst störst är fastigheternas tidigare ägare fastighetsbolaget Randviken som sedan i somras också har sin aktie noterad. De sålde 90% av sitt innehav i Tingsvalvet samband med noteringen för drygt två år sedan. Det är också Randviken som mot en avgift sköter den praktiska förvaltningen av fastigheterna. Det är dock inte helt oproblematiskt. Till exempel finns ett upplägg kring SBAB-projektet där Tingsvalvet bekostat investeringar upp till 75 Mkr medan Randviken kommer ta alla investeringar utöver det. Det finns alltså uppenbara incitament för Randviken att låta Tingsvalvet gasa på med investeringar upp till tröskeln 75 Mkr, för att därefter hålla hårdare i plånboken. Investeringstaket nåddes nu under 2021.

FINANSIERING: HAR BEHÖVT UTÖKA DEN INITIALA FINANSIERINGEN

TINGSVALVETS BALANSRÄKNING	Per Q2 2021
Förvaltningsfastigheter	0,7 mdr
Fastighetsvärde per kvm	38,5 tkr/kvm
Belåningsgrad fastigheter	57%
Substansvärde per aktie (EPRA NAV)	102,80 kr
Källa: Affärsvärldens beräkningar, kan skilja mot hur bolaget rapporterar.	

Värdet på Tingsvalvets fastigheter har inte ökat nämnvärt sedan noteringen. Bolaget amorterar inte heller på lånen utan har i stället behövt avtala om att utöka den initiala finansieringen med ytterligare 21 Mkr för att mäta med diverse investeringar. Det är oroväckande och lämnar bolaget med en alltför hög belåningsgrad på 57% vilket är klart högre än sektorsnittet på 47%. Total upplåning per andra kvartalet är 438 Mkr och på detta betalar Tingsvalvet 2,6% i ränta. Lånet löper till och med 31 maj 2024. Givet omständigheterna i övrigt känner vi oss inte överdrivet trygga med detta. Bolaget hade en kassa på knappt 31 Mkr vid utgången av andra kvartalet.

VÄRDERING: SÄNKT UTDELNING

TINGSVALVETS INTJÄNINGSFÖRMÅGA	Per Q2 2021
Hyresintäkter	35 Mkr
Hyresgarantier	10 Mkr
Driftskostnader	-13 Mkr
DRIFTSÖVERSKOTT	= 32 Mkr
Central administration	-3 Mkr
Finansnetto	-11 Mkr

FÖRVALTNINGSRESULTAT	= 18 Mkr
Resultat per stamaktie (EPRA)	5,91 kr
Utdelning per stamaktie	5,00 kr
Direktavkastning	5,7%
Källa: Affärsvärldens beräkningar / bolaget. EPRA är enhetligt definierade nyckeltal för fastighetsbranschen.	

Tabellen bredvid visar vår bästa uppskattning av intjäningsförmågan i Tingsvalvet. Externa hyresintäkter tycks ligga omkring 35 Mkr medan hyresgarantier från säljaren Randviken tillför ytterligare 10 Mkr. Hyresgarantin löper endast till och med 31 december 2021 men om intäktsbortfallet gäller SBAB som bolaget säger bör detta inte vara något problem. Om det finns andra problem bakom kulisserna bör de yttra sig i form av minskade intäkter från och med första kvartalet 2022. När coronakrisen bröt ut sänkte bolaget utdelningen från 7,50 till 4,00 kronor per aktie. På stämman i våras klubbades en höjning till 5,00 kronor motsvarande ett totalt belopp om 15,2 Mkr. Det skulle bolaget ha täckning för om fastighetsbeståndet vore fullt uthyrt. Den ursprungliga utdelningen om 7,50 kronor per aktie hade bolaget dock svårt att mäta med redan vi noteringen, vilket vi då påpekade.

SLUTSATS: FÖR MÅNGA VARNINGSSIGNALER

Det är mycket som oroar i Tingsvalvet. Belåningsgraden är hög och den initiala skuldsättningen har behövt utökas. De stora intäkterna från hyresgarantier kanske inte är något problem men informationsgivningen från bolaget är inte tydlig och lämnar en del osäkerhet på bordet. Bland de största hyresgästerna har Nordea minskat sin yta och H&M förhandlat till sig extra uppsägningsmöjligheter. Hur hälsotillståndet ser ut för gallerian Valvet är svårt att avgöra för en utsocknes men vi har fått vittnesmål som tyder på att gallerian åtminstone periodvis varit väldigt öde, även om det kan röra sig om en coroneffekt. Det optimisten bör hoppas på är dels att de externa hyresintäkterna lyfter när SBAB nu flyttat in i sina nya lokaler. På sikt borde återöppning av samhället också kunna lyfta bolagets omsättningsbaserade hyror. Lyckas allt detta och bolaget åter höjer utdelningen till 7,50 kronor per aktie finns sannolikt en uppsida på 25% eller mer jämfört dagens kurs. För oss känns detta som ett långskott och det är tveksamt om bolaget maktar med högre utdelning än dagens 5 kronor. Vårt förtroende för bolaget är inte jättehögt och rådet blir att sälja aktien. [infogram id="_/Ph82hkTt41B7USHIASCj" prefix="CgC" format="interactive" title="Konsultdrivna fastighetsbolag september 2021"]

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/manga-varningssignaler-i-tingsvalvet>