

# Tillväxtstrategi och -finansiering för små och medelstora fastighetsbolag

En populärvetenskaplig sammanfattning av examensarbete

Fastighetsbranschen är central i att lösa många stora samhällsproblem, och är därtill intressant från ett rent affärsmässigt perspektiv. Hur en tillväxtstrategi bör utformas och hur finansieringen av den bör se ut, är emellertid allt från uppenbart. Denna sammanfattning och det bakomliggande examensarbetet är ett bidrag till att skapa klarhet i frågan och utgör en *playbook* för hur dessa frågor kan besvaras. Närmare bestämt är innehållet A) ett ramverk som mindre bolag kan använda för att utvärdera attraktiviteten i möjliga tillväxtstrategier, och B) en kartläggning av vilka alternativ mindre bolag har för att finansiera dessa. Därutöver appliceras playboken också på ett fallföretag, för vilket rekommendationer utvecklas. Intervjuer med aktieanalytiker och professorer är den huvudsakliga empiri det strategiska ramverket baseras på, medan en skrivbordsstudie är grunden i kartläggningen av kapitalanskaffningsmetoderna. Appliceringen av de framtagna verktygen på fallföretaget utförs genom workshops och nära samarbete med bolagets ledning.

## **Fastighetsbranschen – central i att lösa många samhällsproblem, och affärsmässigt intressant**

Fastighetsbranschen är central i att lösa många stora samhällsproblem. Exempelvis kan sektorn spela en kritisk roll i att bygga bort bostadsbristen, bidra till en högre miljömässig hållbarhet, att genom investeringar och närvaro skapa tryggare samhällen i problematiska områden, och att bygga städer och samhällen som fler vill och kan vara en del av. Också från ett affärsmässigt perspektiv är branschen spännande, vilket varit sant inte minst under senare år. Rådande makroekonomiska omständigheter har gjort branschen glödhet på börserna och under det gångna decenniet steg Stockholmsbörsens fastighetsindex med 670%, att jämför med OMX30 som steg 87%<sup>1</sup>.

## **Projektets frågeställning och metod – att utveckla en strategisk och finansiell verktygslåda, i huvudsak genom expertintervjuer och skrivbordsstudier**

Även om ekonomisk framgång präglat i stort sett hela sektorn, har framgången inte varit likafördelad och några bolag har lyckats växa från ingenting till miljarder i fastighetsvärden bara på några år. Detta tydliggör behovet av en strategisk och finansiell verktygslåda som kan hjälpa ett mindre fastighetsbolag med tillväxtambitioner att ta rätt strategiska beslut och att hitta rätt finansiering. En sådan verktygslåda tas fram i projektet, och appliceras därtill på ett fallföretag, genom att tre frågeställningar besvaras:

- 1) Vilka faktorer bör ett litet eller medelstort svenskt fastighetsbolag fokusera på för att bedöma attraktiviteten i möjliga tillväxtstrategier?
- 2) Vilka möjligheter har ett sådant bolag att finansiera sin tillväxt och vad är de grundläggande förutsättningarna för respektive finansieringsmetod, exempelvis i termer av kostnad och genomförbarhet?
- 3) Givet svaren på de tidigare frågeställningarna, hur bör fallföretaget Tallfarm AB förbättra sin tillväxtstrategi och hur bör de finansiera den?

---

<sup>1</sup> NASDAQ. URL: [Nasdaqomxnordic.com/indexes](https://nasdaqomxnordic.com/indexes). (Acc. 2020-01-02). (Räknat från 2010-01-04 till 2020-01-29)

Intervjuer med aktieanalytiker och professorer är den huvudsakliga empiri det strategiska ramverket baseras på, medan en skrivbordsstudie är grunden i kartläggningen av kapitalanskaffningsmetoderna. Appliceringen av de framtagna verktygen på fallföretaget utförs genom workshops och nära samarbete med bolagets ledning.

### **Strategiska slutsatser – ramverk för att bedöma attraktiviteten i tillväxtstrategier**

Det strategiska ramverk som identifieras har åtta faktorer: Höga mål och stark exekvering i tillväxtapparaten; Pilotskolan; Rätt risknivå i balansräkning; Fördelaktig lånefinansiering; Statliga, kommunala och lokala relationer; Social och miljömässig hållbarhet; Kundattraktivitet och strukturella förändringar i efterfrågan; och Attraktiv position i värdekedjan. Dessa faktorer sammanfattas i Figur 1 ihop med underfaktorer och exempel. Här har faktorerna grupperats i fyra kategorier för att öka ramverkets läsbarhet. I figuren redovisas också ytterligare två faktorer: Värdet av reella optioner; och Fastigheternas tekniska aspekter. Dessa har inte undersökts i projektet och har därför inget eller begränsat empiriskt stöd, men åtminstone från en skrivbordsstrategis perspektiv torde de kunna vara strategiskt viktiga. Av den anledningen inkluderas de i Figur 1, även om det får bli ämne för framtida undersökningar att fastställa deras praktiska relevans. Dessa spekulativa faktorer är alltså strikt räknat inte en del av resultatet.

*Höga mål och stark exekvering i tillväxten* avser att kunna exekvera stark tillväxt med hög riskjusterad avkastning. Detta kan ske antingen genom projekt och omvandlingar – där K2A och K-fastigheter är ledande exempel – eller genom transaktioner, en tillväxtkategori där Sagax och Nyfosa ligger i framkant. Att exekvera starkt i tillväxten skapar givetvis direkt aktieägarvärde, men det är också bra för ägarna i det fall man bestämmer sig att emittera nya aktier. God tillväxt driver nämligen upp substansvärdesmultipeln, vilket betyder att de befintliga ägarna inte behöver ge upp lika mycket av sitt ägande för att resa en given summa eget kapital.

*Pilotskolan* innebär att bolagets nyckelpersoner är kompetenta, har aktieägarnas förtroende och själva är stora aktieägare, vilket likriktar deras incitament med aktieägarnas. För att parafrasera en av de intervjuade analytikerna gäller det att ha fingrarna i syltburken och egna pengar investerade, samtidigt som det måste vara tydligt att det inte finns några intressekonflikter mellan ägarna. Exempel på ”Piloter” är Erik Selin på Balder, David Mindus på Sagax, Anders Nissen på Pandox, samt Ilija Batljan på SBB.

*Rätt risknivå i balansräkningen* handlar i huvudsak om att ha rätt belåningsgrad. Faktorn är viktigt inte minst i krissituationer så som finanskrisen 2008–2009, då faktorn enligt en av de intervjuade analytikerna var viktigare för aktiecaset än tillväxten, som annars anses viktigast.

*Fördelaktig lånefinansiering* avser främsta att ha låga räntor på räntebärande tillgångar och hybridkapital, samt att ha hög möjlighet att resa nya skulder genom att ha rätt mix (löptider, kovenanter, säkerheter, var i strukturen lånen läggs, med mera) och rätt omfattning (soliditet, belåningsgrad, räntetäckningsmått, skuldkvoter baserade på intjäning, med mera). Detta avgör huruvida bolagets eget kapital kan rida ut tider av fallande marknadsvärden och driftnetton, eller inte.

*Statliga, kommunala och lokala relationer* avser att ha goda relationer och förtroende kommunalt och lokalt, samt att kunna använda statliga subventioner och stöd så som statligt investeringsstöd och Boverkets kreditgaranti.

*Hållbarhet* avser både social och miljömässig hållbarhet. Exempel på social hållbarhet är hur ett stort fastighetsbolag i miljonprogramsområdet Fisksätra gjorde investeringar för att öka tryggheten – och under en period till och med drev den lokala skolan – vilket bidrog både till ett bättre samhälle så väl som högre fastighetsvärden för bolaget. Också fallföretaget har på liknande sätt genom ökad närvaro och genom investeringar skapat tryggare och mer attraktiva bostadsområden.

*Kundattraktivitet och strukturella ändringar i efterfrågan* avser huruvida kundsegmentet eller det geografiska området fastighetsbolaget fokuserar på blir mer eller mindre attraktivt, givet trender i demografi, teknologi med mera. Exempel är hur lokala fastighetsvärden kan ändras av infrastrukturutbyggnad och hur e-handel drivit ner priset på somliga köpcentrumslokaler.

*En attraktiv position i värdekedjan* avser att hålla en position med starka inträdesbarriärer och stark förhandlingskraft mot värdekedjans övriga aktörer.

*Värdet av reella optioner* avser lyfta poängen att en fastighetsinvestering i vissa fall kan innehålla en reell option. Så är exempelvis fallet om ett bolag köper en hyresrätt som med viss sannolikhet kan omvandlas till bostadsrätt om några år, en fastighetsform som generellt har signifikant högre prisnivå.

*Fastigheternas tekniska aspekter* avser att vara väl förtrogen med den tekniska dimensionen av fastigheterna i portföljen, så att så att bolaget inte vaknar upp till otrevliga tekniska överraskningar.

### **Slutsatser kopplade till finansieringen – kartläggning av finansieringsmöjligheterna**

Totalt kartlades femton metoder som ett mindre fastighetsbolag kan använda för att finansiera sin tillväxt. Banklån förblir en central del av en fastighetsrörelses skuldfinansiering, även om flera noterade bolag inte har banken som primär skuldfinansiering utan istället nyttjar obligationer. Banklån kan kombineras med Boverkets kreditgaranti, vilket är en kreditförlustförsäkring banken kan sluta med Boverket. Garantin minskar enligt Boverket byggherrens behov av eget kapital och topplån och kan uppgå till högst 90% av marknadsvärdet.

Bland de mer relevanta skuldfinansieringsmetoderna kan också nämnas riktade skuldebrev, obligationer och inlåning från allmänheten. Riktat skuldebrev innebär att ett bolag lånar från ett begränsat antal privatpersoner eller bolag. Om det utgivande företaget inte är publikt, får dock inte annonsering av skuldebrev ske och bolaget får inte heller på annat sätt erbjuda detta till fler än 200 personer. Obligationslån är lån som efter att de emitterats kan handlas på en andrahandsmarknad. Låg ränta är möjlig åtminstone om bolaget har ett bra kreditbetyg. Dessutom behövs ofta ingen säkerhet, och obligationerna kan minska refinansieringsrisken eftersom bolaget i dem får en potent skuldfinansieringsmetod vid sidan av banklån. Utöver traditionella obligationer finns även exempelvis gröna och sociala obligationer, vilka har lägre ränta och kan användas för investeringar kopplade till gröna respektive socialt hållbara investeringar. Inlåning från allmänheten innebär att fastighetsbolaget registrerar sig som inlåningsföretag hos Finansinspektionen och därmed får ta emot lån från privatpersoner, upp till 50 000 kr per person. Det kan vara möjligt att nå låg ränta och finansieringen är relativt legalt okomplicerad, men att anskaffa tillräckligt många skuldgivare är troligen en utmaning.

Gällande finansieringen av eget kapital kan aktieemission och fondstruktur nämnas. Aktieemission innebär att nya aktier ges ut. Detta kan finansiera en tillväxt signifikant större än det resta kapitalet eftersom detta kapital i sin tur kan belånas. Utöver röststarka A-aktier finns B-aktier (vilka ger upp mindre inflytande eftersom de är röstsvaga), D-aktier (som generellt har en högre utdelning än övriga stamaktier och samma rösträtt som B-aktier) och preferensaktier (som har en fast utdelning och

prioritet vid likvidation). Fondstruktur innebär att bolaget upprättar en ny entitet – en fond – för att genomföra investeringar, i likhet med hur en private equity-fond gör. Detta kan uppfattas som ett något komplicerat upplägg, men kan ge bra utväxling på det förvaltande bolagets egna kapital. Vidare kan upprättandet av en ny entitet öka möjligheten för nya och befintliga investerare att hitta en affär som är attraktiv för båda parter. Detta eftersom en investerare i ett privat bolag rimligen vill ha ett signifikant ägarskap, medan detta troligen är något som ägare i mindre fastighetsbolag inte vill ge upp, särskilt i familjeföretag.

Utöver dessa finansieringsmetoder kan också nämnas det statliga investeringsstödet, vilket är ett bidrag till bolag som producerar nya lägenheter genom nyproduktion eller omvandling. Utbetalningen sker efter att bygget färdigställts och stödet är i spannet 4800 - 7100kr/m<sup>2</sup> boarea. I gengäld förbinder sig mottagaren bland annat till ett hyrestak motsvarande Boverkets normhyra. Fördelen med investeringsstödet är att det kan ge signifikant tillskott till det egna kapitalet; stödet är kanske ingen enorm del av den totala investeringen, men givet fastighetsbranschens höga belåning kan det vara en signifikant del av det egna kapitalet. Emellertid behövs bryggfinansiering, eftersom stödet fås först efter färdigställandet. Därtill är den politiska risken att stödet dras in inte heller obefintlig.

### **Playbookens implikationer på fallföretaget Tallfarm AB**

Det strategiska ramverket och den finansiella kartläggningen applicerades på Tallfarm AB, ett fastighetsbolag med tillväxtambitioner. Bolagets nuvarande portfölj består av 130 hyreslägenheter med ytterligare ett femtiotal planerade i Öresundsregionen.

Slutsatsen var att bolaget har en mycket stark strategisk position med exempelvis god historisk tillväxt, rimlig belåning, starkt hållbarhetsarbete och förtroende hos kommunerna där man är aktiv. För att växla upp tillväxten ytterligare är den huvudsakliga rekommendationen att bredda tillväxtfokus från transaktioner till att också innefatta projekt och omvandlingar, ett steg man delvis redan tagit. Banklån ihop med kreditgaranti och investeringsstöd rekommenderas som den primära finansieringsmetoden.

	Ramverkets faktorer	Underfaktorer	Exempel på relevanta frågor eller case
Organisation	Höga mål och stark exekvering i tillväxt-apparaten	<ul style="list-style-type: none"> <li>Styrka inom projekt och omvandlingar</li> <li>Styrka inom transaktioner</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sagax och Nyfosa transaktionsstarka</li> <li>K-fastigheter och K2A produktionsstarka</li> </ul>
	Pilotskolan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ledningsgrupp som är                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Skicklig</li> <li>Äger mycket aktier</li> <li>Har förtroende</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Erik Selin (Balder, K-fastigheter)</li> <li>David Mindus (Sagax),</li> <li>Ander Nissen (Padox),</li> <li>Ilija Batljan (SBB)</li> </ul>
Balansräkning	Rätt risknivå i balans-räkningen		<ul style="list-style-type: none"> <li>Mycket viktigt för aktiecasen under finanskrisen 08-09</li> </ul>
	Fördelaktig skuld-finansiering	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hög möjlighet att resa nya skulder från pålitliga källor genom rätt MIX (av finansieringskällor, löptider etc.) och OMFATTNING (soliditet, belåningsgrad, räntetäckning etc.)</li> <li>Låga räntor</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Refinansieringsrisken fällt "mången fastighets-entreprenör"</li> <li>Räntan 30% av kostnadsbasen i Balder, Kungsleden</li> </ul>
Samhälle	Statliga, kommunala och lokala relationer	<ul style="list-style-type: none"> <li>Goda relationer och förtroende kommunalt och lokalt</li> <li>Kunna nyttja statliga stöd och subventioner</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SBB</li> <li>Fabege under Paulsson (dock möjligtvis för skickliga)</li> </ul>
	Hållbarhet	<ul style="list-style-type: none"> <li>Social hållbarhet</li> <li>Miljömässig/ ekologisk hållbarhet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>K2A:s Svanemärkta hus</li> <li>Gröna resp. sociala obligationer</li> </ul>
Affär	Kund-attraktivitet & strukturella ändringar i efterfrågan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kundbasens volym (i termer av antal kunder/ uthyr yta)</li> <li>Betalningsförmåga</li> <li>Och hur dessa kommer ändras av ny teknik, infrastrukturbyggnad, kommunens planer etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ändring i efterfrågan på</li> <li>Shoppingcentrum</li> <li>Nyproducerade bostadsrätter</li> <li>Logistiklokaler för E-handel</li> </ul>
	Attraktiv position i värdekedjan	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risken att nya konkurrenter går in på marknaden</li> <li>Befintliga konkurrenters rivalitet</li> <li>Tryck från substitut</li> <li>Köparnas förhandlingskraft</li> <li>Leverantörernas förhandlingskraft</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SBB vs byggentreprenör</li> <li>SBB som säljer av förtätningsprojekt tidigt vs Balder som är med hela vägen</li> </ul>
	Värdet av reella optioner		<ul style="list-style-type: none"> <li>Hyreshus som ev. går att omvandla till hög-värderad BRF om 5 år</li> </ul>
	Fastigheternas tekniska aspekter	<ul style="list-style-type: none"> <li>Göra rätt saker (effectiveness)</li> <li>Göra dem på rätt sätt (efficiency)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gör vi rätt saker (det kunden är beredd att betala för)?</li> <li>Gör vi dem på rätt sätt (standardisering, prefabricering etc.)?</li> </ul>

■ = verifierad faktor □ = ej verifierad faktor

Figur 1 är en sammanfattning av projektets slutgiltiga ramverk, bestående av åtta faktorer (ifyllda rutor) med respektive underfaktorer. I figuren har dessutom bifogats exempel på hur varje faktor kan yttra sig i praktiken. Förutom dessa åtta faktorer visar figuren också två spekulativa faktorer (markerade med streckade boxar). Dessa torde vara strategiskt viktiga men en undersökning av deras praktiska validitet kunde inte inrymmas i detta projekt, varför de ej inkluderas i ramverket. (Författarens egen figur).