



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastighetsförvaltning | Sverige | 09 februari 2023

Eastnine

Stabilt kvartal men räntekostnader pressar förvaltningsresultat

Fortsatt hög uthyrningsgrad och ökade driftöverskott

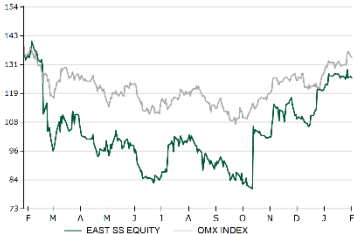
Hysesintäkter i kvartalet uppgick till 8,5 mEUR, cirka 2,3% högre än våra estimat för kvartalet, och driftnetto uppgick till 7,8 mEUR. Förvaltningsresultatet uppgick till 3,6 mEUR, i linje med våra estimat. Driftöverskottet ökade med 7,7 procentenheter till 92,3% drivet av ökade intäkter på grund uthyrningsgrad. Uthyrningsgraden är fortsatt hög och ökade med 6 procentenheter jämför med Q4 2021. Nettouthyrning var negativ under kvartalet och uppgick till - 0,3 mEUR. Det långsiktiga substansvärdet per aktie (EPRA NAV) uppgick till EUR 21,9 eller 243 kr per aktie.

Fortsatt starkt operativt

Det råder fortfarande ett stort fokus på slutförande av MFG-affären som skulle innebära att belåningsgraden i bolaget sjunker kraftigt och öka möjligheterna för fortsatt tillväxt. Ledningen har meddelat att affären är beroende av villkor utanför Eastnines kontroll, men upprepar att transaktionen kan slutföras under första kvartalet 2023. Vi noterar att operativt går bolaget fortfarande starkt med hög uthyrningsgrad och driftöverskott, dock fortsätter ökade räntekostnader att pressa förvaltningsresultatet.

Bibehåller estimat för 2023–2024 och motiverat värde oförändrade

Efterfrågan på moderna kontorslokaler är fortfarande god i framför allt Vilnius som på sikt förväntas fortsätta förbättra lönsamheten. Osäkerheten kring slutförandet av avyttringen av MFG kvarstår. Vi bibehåller vårt motiverade värde om 140–145 kr givet den höga volatiliteten på räntemarknaden, vilket fortsätter ha en negativ påverkan på lönsamheten på kort sikt.

Estimatändring				Prognos (m€)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	140 - 145 kr												
Hysesintäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Hysesintäkter	30	36	37	38	Aktiekurs	128 kr												
Förvaltningsresultat	0,5%	0,5%	0,5%	Hrestillväxt	41%	18%	3%	3%	Riskenivå	Medium												
Långsiktigt NAV per aktie	0,0%	0,0%	0,0%	Driftsnetto	27	33	34	35	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				Överskottsgrad	91%	92%	92%	91%														
Q4 - rapport	08 februari 2023			Förvaltningsresultat	13	16	16	17														
Q1 - rapport	03 maj 2024			Förvaltningsresultat, tillväxt	43%	19%	3%	3%														
Bolagsfakta (m€)				Långsiktigt NAV per aktie	22,2	22,6	22,9	23,2	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier	22m			Långsiktig NAV, tillväxt	27%	2%	1%	1%														
Börsvärde	248			CEPS	0,6	0,7	0,7	0,7														
Nettoskuld	308			CEPS, tillväxt	42%	14%	2%	2%														
EV	248			P/Förvaltningsresultat per aktie	17,5x	15,0x	14,8x	14,5x														
Free float	45%			P/CEPS	17,9x	16,0x	15,7x	15,4x														
Daglig handelsvolym, snitt	8k			P/NAV	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x														
Bloomberg Ticker	EAST SS EQUITY			Implicit yield	9,3%	10,9%	11,3%	10,8%														
Analytiker				ROE	25,4%	3,1%	3,1%	3,1%														
Rodriguez Meshe				Utdelning per aktie	0,3	0,3	0,3	0,3														
rodriguez.meshe@penser.se				Belåningsgrad	0,1x	0,1x	0,1x	0,2x														
				EBITDA/Räntekostnader	2,5x	2,4x	2,3x	2,3x														
				Snittränta	2,9%	3,7%	3,8%	3,7%														

Investment case

Affärsmodell med stort hållbarhetsfokus

Eastnines fastigheter är lokaliserade i förstklassiga och centrala lägen i de baltiska huvudstäderna och Poznan som är Polens femte största stad. Bolaget lägger stor vikt vid att jobba med hållbarhet och har som mål att vara klimatneutrala till 2030. Med bolagets centralt belägna fastigheter och dess stora fokus på hållbarhet bedömer vi att bolaget har en konkurrensfördel för att kontinuerligt bibehålla och attrahera hyresgäster.

Historisk god tillväxt med stabila kassaflöden

Bolaget har historiskt sett visat på en god tillväxt i hyresintäkter, som i kombination med stabila hyresgäster ger en god visibilitet och stabilitet i kassaflöden.

Potential för ytterligare förvärv

Eastnine har som mål att ha ett fastighetsbestånd om EUR 700m mot slutet av 2023. Per 31 december 2022 uppgick värdet på fastighetsbeståndet till EUR 606m. Med dess starka balansräkning och goda kassaflödesgenerering ser vi goda möjligheter till ytterligare förvärv och vinsttillväxt.

Bolagsprofil

Eastnine (EAST) är ett svensknoterat fastighetsbolag med inriktning på kontors- och logistikfastigheter i Baltikum och Polen. Fastigheterna kännetecknas av stabila kassaflöden givet att majoriteten av bolagets hyresgäster utgörs av stora nordiska bolag med internationell verksamhet. Bolagets fokus på hållbarhet, vilket öppnar upp möjligheterna till kapitalmarknaden, i kombination med dess starka balansräkning, ger goda möjligheter till ytterligare förvärv och därmed vinsttillväxt.

Värdering

Vi använder en relativ värderingsansats som baseras på P/EPRA NAV och P/CEPS-multiplar. Aktien handlas för närvarande med signifikant rabatt gentemot substansvärde (EPRA NAVPS) på omkring 50% för 2024. Peers handlas med en genomsnittlig rabatt på 22 % mot bedömt långsiktig EPRA NAV för 2024. Om man tittar på P/CEPS handlas Eastnine till 16x för 2024e jämfört med jämförelsegruppens genomsnitt på 20x.

Motiverat värde

Vårt motiverade värde är oförändrat och uppgår till 140–145 kr per aktie.

Kvartalet i korthet

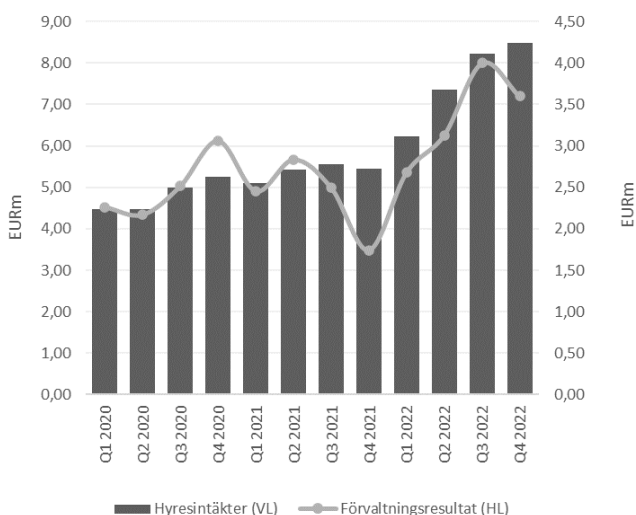
Hyresintäkterna ökade jämfört med samma period föregående år till följd av större fastighetsbestånd drivet av förvärv samt högre uthyrningsgrad och uppnådda hyresnivåer i nytecknade hyresavtal. Nettouthyrringen under fjärde kvartalet var negativ och uppgick till -2 193 kvm motsvarande årshyror om EUR -2,9m. Av nettouthyrringen kvarstod cirka 1 100 kvm för inflyttning efter årets slut, och cirka 2 200 kvm för avflyttning. Den genomsnittliga årshyran för nytecknade avtal under året uppgick till 189 EUR per kvm och motsvarande för fjärde kvartalet var 215 EUR per kvm. Största uthyrningen under fjärde kvartalet var drygt 500 kvm till Losimu Strategine Grupe (Betsafe) i fastigheten 3Bures-1,2 i Vilnius.

Högre uthyrningsgrad och hyresintäkter bidrog till förbättrat driftnetto och driftöverskott. Ökade räntekostnader som drivs av bland annat högre marknadshyror och ökade lån har tyngt förvaltningsresultatet som uppgick till EUR 3,6m under kvartalet.

Under fjärde kvartalet uppgick de orealiserade värdeförändringarna till 1,8 MEUR. Både högre marknadshyror och hyresindexering har haft en positiv inverkan på fastighetsvärdet, samtidigt som ökad kostnadsinflation och högre fastighetskostnader har haft motsatt effekt. Det vägda avkastningskravet är oförändrat och uppgick till 5,6%.

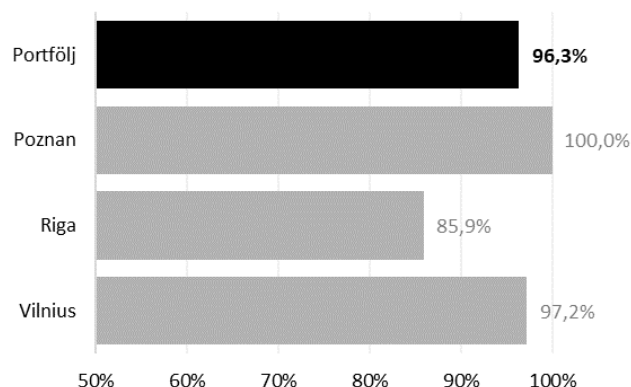
Ett villkorat avtal har ingåtts om försäljning av hela Eastnines innehav i MFG för 193 MEUR. Ryska myndigheter har godkänt transaktionen. Eastnines bedömning är att affären kan slutföras under första kvartalet 2023, förutsatt att samtliga återstående villkor uppfylls.

Diagram 1: Hyresintäkter och förvaltningsresultat



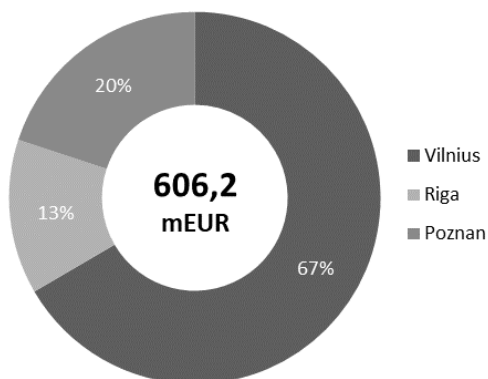
Källa: EPB, Eastnine

Diagram 2: Uthyrningsgrad



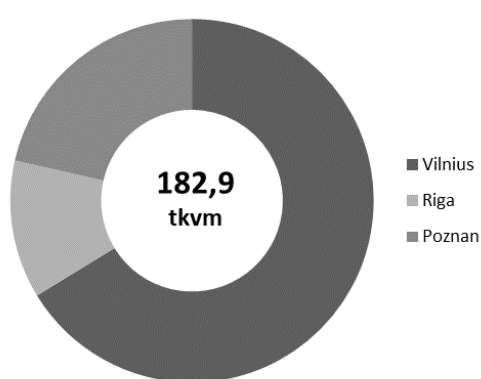
Källa: EPB, Eastnine

Diagram 3: Fastighetsvärde



Källa: EPB, Eastnine

Diagram 4: Uthyrbar area



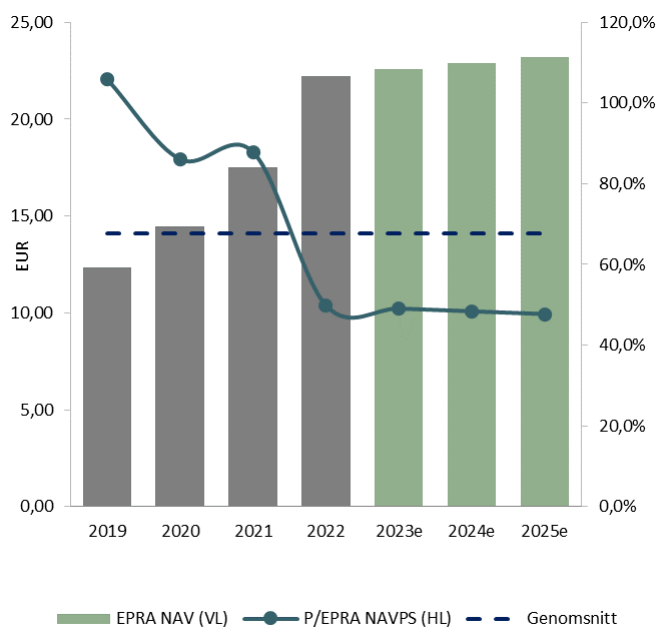
Källa: EPB, Eastnine

Värdering

Vår värderingsansats baseras på EPRA NAV och CEPS-multiplar. För att härleda vårt motiverade värde tittar vi på en mix av vinsttillväxt, finansiell och operativ risk samt värdering kontra jämförbara bolag (peers) och sektor samt historisk värdering. Aktien handlas för närvarande med signifikant rabatt gentemot substansvärde (EPRA NAVPS) på omkring 50% för 2024. Peers (FABG, HUFV, WIHL och PLAZ) handlas med en genomsnittlig rabatt på 22 % mot bedömt långsiktig EPRA NAV för 2024. Om man tittar på P/CEPS handlas Eastnine till 16x för 2024e jämfört med jämförelsegruppens genomsnitt på 20x. Vi hävdar att Eastnine på sikt bör handla i linje med de svenska kontorsägarna på grund sin starka tillväxt.

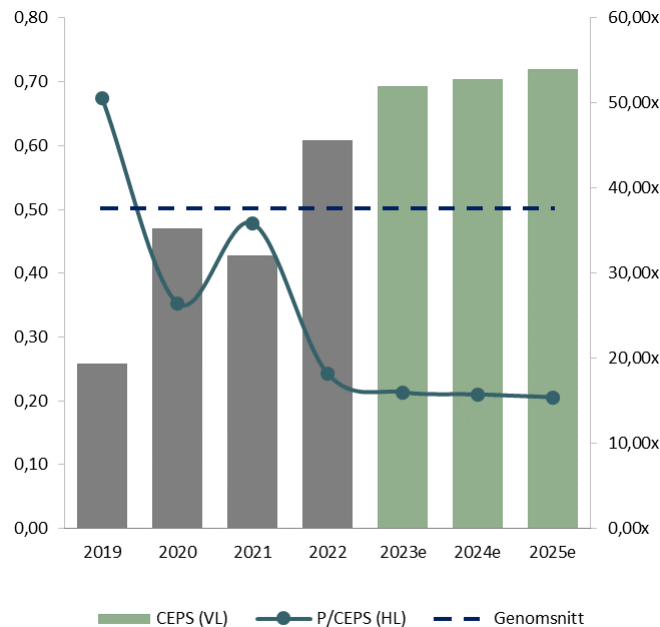
Eastnines verksamhet är ledande fastighetsägare med fastigheter belägna i A-lägen och med starka hyresgäster. Bolaget verkar på växande marknader och har en tydlig tillväxtstrategi samt tydligt fokus på hållbarhet. Vi bedömer att aktien har potential att ge en god riskjusterad avkastning till en långsiktig investerare. Aktien har för närvarande en attraktiv värdering i relation till både historik och jämförbara bolag med en rabatt kring 50% mot substansen. På kort sikt ser vi en potentiell stor uppsida kopplat till att avyttring av innehav i MFG slutförs. Givet att försäljningen av innehavet i MFG går igenom som planerat kommer bolaget att vara relativt överkapitaliserat.

Diagram 5: P/EPRA NAV



Källa: EPB, Eastnine

Diagram 6: P/CEPS



Källa: EPB, Eastnine

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hysesintäkter	13	19	22	30	36	37	38
Totala intäkter	13	19	22	30	36	37	38
Fastighetskostnader	-1	-2	-2	-3	-3	-3	-3
Driftsnetto	12	17	19	27	33	34	35
Central administration	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
EBITDA, justerad	8	14	15	23	29	30	31
EBIT, justerad	8	14	15	23	29	30	31
EBIT	8	14	15	23	29	30	31
Finansiella poster inkl. värdeförändringar	30	27	61	90	-13	-13	-14
Resultat före skatt	38	41	76	113	16	16	17
Skatter	0	0	0	0	-1	-1	-1
Nettoresultat, justerad	35	36	72	109	15	15	16
Nettoresultat	35	36	72	109	15	15	16

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat	5	10	10	13	16	16	17
Övriga kassaflödespåverkande poster	-28	-30	-61	-93	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-2	0	3	-1	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-24	-20	-49	-80	15	15	16
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-98	-65	-75	-108	189	-5	-55
Utdelningar	-5	-5	-5	-6	-8	-8	-8
Nyemission / återköp	-4	0	0	0	0	0	0
Förvärv	-119	-62	-76	-121	0	0	-50
Förändringar av lån	70	35	68	86	3	3	30
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	62	41	63	79	-5	-6	22
Nettoskuld	102	150	213	116	113	110	158

Källa: EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Förvaltningsfastigheter	290	372	470	606	611	615	670
Summa anläggningstillgångar	381	476	593	619	623	628	682
Övriga omsättningstillgångar	2	2	30	6	6	6	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	37	24	29	213	219	224	207
Summa omsättningstillgångar	40	26	59	219	224	229	212
SUMMA TILLGÅNGAR	420	502	653	837	848	857	895
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	268	310	376	479	486	493	501
Summa eget kapital	268	310	376	479	486	493	501
Banklån, långfristiga	133	153	235	264	266	269	299
Långfristiga leasingkulder	1	1	1	2	2	2	2
Summa långfristiga skulder	144	170	254	288	290	293	323
Banklån, Kortfristiga	5	20	7	63	63	63	63
Övriga kortfristiga skulder	2	2	14	8	8	8	8
Summa kortfristiga skulder	8	23	22	71	71	71	71
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	420	502	653	837	848	857	895

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hyrestillväxt	-	44%	12%	41%	18%	3%	3%
Vakansgrad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Överskottsgrad	89%	91%	89%	91%	92%	92%	91%
EPS-tillväxt, justerad	-	2%	92%	55%	N.m.	2%	2%
CEPS, tillväxt	Neg.	81,7%	Neg.	42,2%	13,7%	1,6%	2,2%
Långsiktig NAV, tillväxt	Neg.	17,0%	21,1%	26,9%	1,5%	1,4%	1,4%
Eget kapital, tillväxt	Neg.	15,6%	21,3%	27,3%	1,6%	1,5%	1,5%
Förvaltningsresultat, tillväxt	Neg.	46,5%	9,9%	42,9%	18,7%	3,0%	2,8%
Utdelning per aktie, tillväxt	Neg.	15,4%	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	13%	21%	25%	3%	3%	3%
Yield	4%	5%	4%	5%	5%	5%	5%
Implicit yield	4%	5%	5%	9%	11%	11%	11%

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	102	150	213	116	113	110	158
Soliditet	64%	62%	58%	57%	57%	58%	56%
Nettoskuld / EBITDA	12,6x	10,7x	13,9x	5,0x	3,9x	3,7x	5,2x
Snittränta	1,6%	2,1%	2,3%	2,9%	3,7%	3,8%	3,7%

Källa: EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat per aktie	0,26	0,47	0,43	0,62	0,74	0,75	0,77
EPS	1,66	1,70	3,25	5,03	0,69	0,70	0,72
EPS, justerad	1,66	1,70	3,25	5,03	0,69	0,70	0,72
FCF per aktie	0,26	0,47	0,43	0,61	0,69	0,70	0,72
Utdelning per aktie	0,26	0,30	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
Antal aktier efter utspädning, snitt	21,2	21,3	22,2	21,6	21,7	21,8	21,7
Långsiktigt NAV per aktie	12,4	14,5	17,5	22,2	22,6	22,9	23,2

Källa: EPB

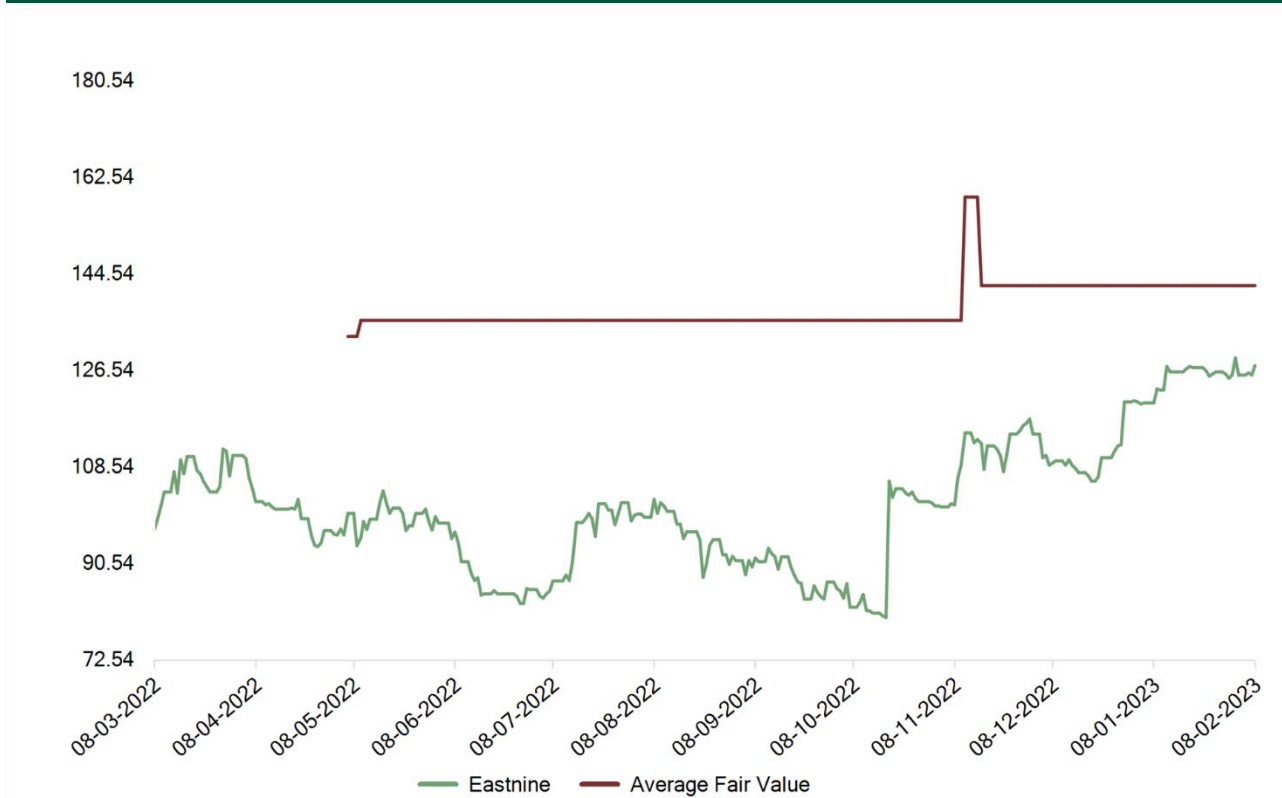
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/Förvaltningsresultat per aktie	50,6x	26,5x	35,9x	17,5x	15,0x	14,8x	14,5x
P/E, justerad	7,9x	7,3x	4,7x	2,2x	16,0x	15,7x	15,4x
P/NAV	1,1x	0,9x	0,9x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
P/CEPS	50,6x	26,5x	35,9x	17,9x	16,0x	15,7x	15,4x
Direktavkastning	2,0%	2,4%	1,9%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
EV/EBIT, justerad	15,7%	17,7%	8,9%	5,8%	41,9%	41,2%	40,3%
EV	394	429	558	359	248	248	248
Aktiekurs	13,1	12,5	15,4	10,9	11,1	11,1	11,1

Källa: EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Eastnine (EAST SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se