

Konklusion

Aktien rummer et stort potentiale i værdiudviklingen af ejendommene, der primært er beliggende i Berlin. En fordobling af aktiviteten er ved at blive gennemført ved overtagelse af en række ejendomsselskaber med et attraktivt afkast. Regnskabet påvirkes imidlertid voldsomt af dagsværdireguleringer af gæld (swap af variabel rente til fast rente), hvorved det store rentefald belaster, uanset det indebærer en positiv indvirkning overordnet set. Indre værdi er derfor pt. udsat for et stort negativt udsving. Kurs/Indre værdi forholdet er dermed ikke retvisende.

Aktietegningen i perioden 9.-22. december vil styrke selskabets økonomiske stilling markant og øge det frie flow af aktier. Med grundlag i en fornuftig finansieringsstruktur for gælden udgør gearingsforholdet en mulighed for en god udvikling i afkastet fremover. Anbefalingen er langsigtet køb med en tidshorisont på 5 år som ramme, dvs. aktien kan benyttes som et alternativ til eksempelvis virksomhedsobligationer.



Anbefaling:

Aktuel Kurs: 80

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 197 mio. kr.

Antal aktier: 2,459 mio. styk

Næste regnskab: Q4/årsregnskab - uoplyst dato

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 80 – 90

Kursudvikling 12-18 mdr.: 90 - 110

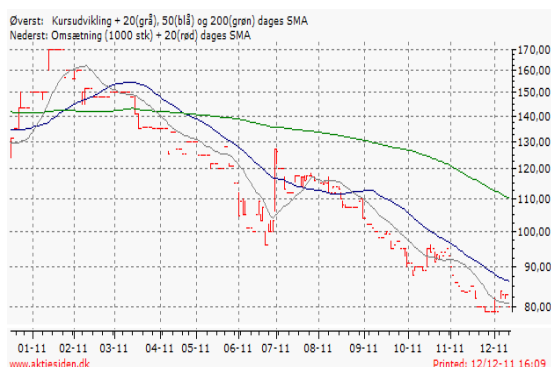
Tidligere anbefaling Kort/Lang(): Ingen



Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

I Q3 rapporten fastholdes en prognose om et resultat før dagsværdireguleringer og skat på ca. 2,5 mio. €. Udlejningen er tilfredsstillende. En række forhøjelser af lejen er gennemført. Køb af 86 ejendomme i Berlin for 125 mio. € er under gennemførelse med finansiering via overtagelse af lån og en rettet aktietegning. En aktietegning i forholdet 1:1 til 85 DKK med fortegningsret foretages desuden i perioden 9.-22. december.

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	170
Lav	79



Muligheder

Forbedring af ejendommenes afkast gennem udvikling og forhøjelse af lejen vil give gennemslag på indtjeningen og danne grundlag for stigende salgsværdi. Koncentration på Berlin vil være fordelagtig. Hamborg-investeringerne skal forbedre afkastet eller udfases. Frasalg af ejerlejligheder (Frankfurt) er i gang og denne metode kan også benyttes som exit andre steder, dvs. åbne et nyt marked. Der er fortsat chance for overtagelse af nødlidende ejendomme på fordelagtige vilkår. Aktien er indrettet på langsigtet ejerskab med positiv værdiudvikling som potentiale.

Risici

Likviditets- og finansieringsforholdene udgør den vigtigste begrænsning og risiko for selskabet. Køb af flere ejendomme beror på adgangen til en ny, hensigtsmæssig pengefremskaffelse. Stigende optimisme indebærer, at prisniveauet for ejendomme i Berlin må påregnes at stige. Yderligere fordelagtige overtagelser kan derfor blive forhindret. Efter den igangværende store udvidelse må der påregnes en fase med konsolidering, dvs. en periode med få interessante nyheder rent børsmæssigt. Endvidere skal det betones, at aktien fortsat vil være lille som børspapir og dermed kan kursudsvingene blive store.

Facts om Victoria Properties A/S

Selskabet investerer i fast ejendom i store tyske byer med fokus på Berlin. Der er tale om byejeendomme, der omfatter både boliger og erhvervslejemål med vægt på ejendomme med begge dele. Selskabet har oprettet eget kontor i Berlin og tilbyder administration og drift af ejendomme for andre udlejere som et supplement. Man kan opnå fordel af stordrift og de eksterne partnere kan drage fordel af kendskabet til regler og reguleringsbestemmelser på dette specielle marked. De hidtidige besiddelser udgør 152.986 kvm, men et sæt af igangværende transaktioner indgået i november måned vil kunne udvide størrelsen til næsten det dobbelte (294.245 kvm) forudsat alle aftaler gennemføres endeligt. Selskabets profil er således af langsigtet natur med udviklingen i Berlin som den afgørende ydre ramme for ejendommenes værdiudvikling og indtjening.

Geografisk fordeling af arealet før/efter det igangværende tilkøb: Berlin/Frankfurt/Hamburg 50/32/18 % ændres til 74/17/9 %.

Type af udlejning (før tilkøb): Erhverv 57, Bolig 38, Parkering mv. 5 %

Ledelse: Peter Westphal er adm. direktør og Peter Winther er formand for bestyrelsen.

Medarbejdere (2010): 17.

Ejerforhold (pr. ultimo 2010): Aller Holding A/S 15,88 %, Lars Thylander 13,9 % (opdateret pr. 12-12-2011), J.C. Hempels Fond 14,63 %, MC2 Holding ApS 14,38 %, Victus Ejendomme ApS 14,09 %, Anette Følsgaard 13,28 %. De to aktietegninger vil ændre denne fordeling. I alt havde selskabet 324 navnenoterede aktionærer ultimo 2010.

Beskrivelse

I 2006 indledtes aktiviteten som ejendomsselskab efter hidtil at have været et industri- og udviklingsselskab. Ejerskabet er siden blevet bredt ud, men Lars Thylander (Vipro Holding A/S mv.) er fortsat en af selskabets store aktionærer. Profilen for Victoria Properties var fra starten lagt på tyske ejendomme i store byer med et stærkt økonomisk grundlag. En drejning mod øget fokus på Berlin er i gang som følge af udvidelser med opkøb her, mens Frankfurt nedtrappes ved et frasalg af en stor ejendom i form af ejerlejligheder og hvorved der opnås en meget høj pris pr. kvm. Forud for tilkøbet af de 86 ejendomme i Berlin ejer selskabet således 45 ejendomme i Berlin, 8 i Hamburg og 3 i Frankfurt. Tidsmæssigt er de første ejendomme erhvervet i årene 2006-08, hvor optimismen var høj og kreditadgangen let. Sidstnævnte har sikret selskabet et godt, langsigtet finansieringsgrundlag. Det begrænsede økonomiske råderum har kun muliggjort nogle få udvidelser siden krisen på finansmarkederne brød ud, selv om attraktive tilbud er fremkommet pga. det generelle pres fra kreditgivernes side for at nedtrappe og forbedre deres risikoprofil. Den igangværende proces med en fordobling af ejendomsporteføljen repræsenterer udnyttelse af en sådan gunstig mulighed. Kapitaludvidelsen er en nødvendighed for at tilvejebringe et økonomisk fundament herfor. Det omfatter både en rettet tegning med deltagelse fra de sælgende bankers side og en tegning rettet mod de eksisterende aktionærer.

Afkastmæssigt er de eksisterende ejendomme bogført ud fra et krav på 5,1 %. De nye ejendomme (Greta selskaberne) erhverves til et afkast (brutto) på ca. 6,8 %, og selskabets ejendomsportefølje vil blive udvidet med 133 mio. € fra ca. 260 mio. €, dvs. ca. 50 %. Det igangværende frasalg af ejerlejlighederne i Frankfurt forventes gennemført i løbet af et par år med et samlet provenu på 48 mio. €.

Drift af ejendomme opbygges som et relateret virkefelt, og her omfatter de eksterne aftaler ejendomme med en værdi på ca. 575 mio. € (inkl. Greta-ejendommene, som nu skal overgå til ejerskab). Et kontor er åbnet i Berlin, og dimensionen af forretningen indebærer stordriftsfordele både i direkte omkostninger og mht. udnyttelse af viden om de specielle aftalevilkår, regler og love, som er gældende i Tyskland. Forbedring af afkastet søges opnået ad denne vej, hvorved ejendommenes værdi forbedres. Værdien for Victoria består dels i en mindre reduktion i egne nettoudgifter via de eksterne opgaver og dels i øget størrelse/synlighed i markedet. Der er således tale om en sekundær opgave med mulighed for positiv påvirkning af kernen med investeringer i fast ejendom.

Finansiering er et vigtigt punkt for en virksomhed med faste og ufleksible aktiver med meget lang holdbarhed. De eksisterende gældsftaler på samlet 203 mio. € har FiH som långiver for hovedpartens vedkommende (160 mio. €). Den langfristede del hos FiH udgøres af et lån på 63 mio. € med 30 års løbetid, mens 99 mio. € er ydet som et stående lån med udløb 31-12-2016. Rentemæssigt har ledelsen valgt at indgå aftaler, der sikrer fast rente via swap og optioner herom, hvilket omfatter ca. halvdelen af gælden (før Greta-købet). Regnskabsmæssigt indebærer en sådan form for gardering imidlertid et krav om bogføring til dagsværdi, hvorved en nedgang i renteniveauet - som er indtrådt - akkumulerer et tab vurderet ud fra renteforholdene på statusdagen. Denne opgørelsesmetode har givet en stor påvirkning af resultatopgørelsen uagtet der ikke er tale om en likviditetskrævende betaling men kun en værdimæssig regulering.

Stramning af kreditvilkår påvirker ejendomsmarkedet og begrænser handlefriheden for alle aktører. Victoria er også influeret af disse ydre kræfter, og gennemførelsen af kapitaludvidelsen er således blevet forsinket i forhold til den oprindelige plan. Hensigten er at styrke

selskabet som helhed, dvs. i størrelse, likviditetsberedskab og afkastmæssigt, hvorved det bliver muligt at udnytte nogle af de interessante muligheder for investeringer som fortsat kan findes. I takt med en økonomisk genopretning, hvor Tyskland jo fremstår som Europas stærkeste nation, vil disse muligheder ebbe ud som følge af stigende ejendomspriser og et højere renteniveau.

Fremtidsudsigter

De vigtigste punkter på kort sigt er gennemførelsen af de to aktietegninger, overtagelsen af Greta-ejendommene og det igangværende salg af ejerlejligheder i Frankfurt. Ejendomsporteføljen vil herefter udgøre ca. 350 mio. €. Egenkapitalen kan tilsvarende (forudsat fuld tegning ved aktieemissionen) anslås til 72 mio. € (eksisterende 31+ sælgeres indskud 14 + nytægning 27 mio. €).

Resultatopgørelsen er igen i år påvirket dramatisk af dagsværdireguleringen af finansielle aftaler (lån), der beløber sig til 24,4 mio. €. I 2010 udgjorde belastningen tilsvarende 8,0 mio. €, dvs. i alt 32,2 mio. €. Dette tal er før skattemæssig regulering, som er en udskudt aktivpost. Beregnet ved 25 % skattesats kan tabet netto opgøres til 24 mio. €. Egenkapitalen er således reduceret kraftigt rent regnskabsmæssigt af denne årsag, som må betegnes som værende af teoretisk karakter, idet lavere rente jo basalt set er en fordel for fast ejendom. Renten vil formentlig atter stige, eller ejendomspriserne vil stige og afspejle et permanent ekstremt lavt niveau for de korte renter, hvis situationen kan fastholdes i lang tid. Påvirkningen af indre værdi (opgjort pr. 30-09-11 til 96 DKK før aktietegningen) svarer til 9,7 € netto (72,5 DKK). Dette nøgletal er ellers normalt en relevant målestok for ejendomsselskaber, men pt. er der en stor ekstraordinær afvigelse i negativ retning.

Selve aktiviteten i virksomheden går bedre. Indtjeningen på driften fastholdes og renteposten er forbedret i år, men den omtalte værdiregulering medfører samlet et underskud for Q1-3 på 22,2 mio. € før skat, hvilket netto indebærer et underskud på 16,5 mio. €.

Udvidelsen med Greta-ejendommene vil dominere udviklingen i det kommende år. Upside potentialet i disse ejendomme skal udnyttes. Rammerne er snævre for selskabets formåen, og eventuelt nye store udvidelser vil derfor bero på indskud af egenkapital fra sælgerens side og udstedelse af flere aktier i Victoria, dvs. en ombygning til en børsnoteret aktie, der efterfølgende vil kunne sælges i børsmarkedet.

Udvikling af ejendommenes indtjeningsevne er den langsigtede udfordring og vejen til værdiskabelse – ud over udviklingen i ejendomspriserne i de tre byområder, hvor Berlin med 75 % vægt er vigtigst. De generelle forhold i tysk økonomi mht. vækst, indkomstudvikling, inflation og renteforhold (kreditadgang og risikovilje) udgør de ydre makroøkonomiske parametre.

Priserne for den type af store byejendomme, som selskabet fokuserer på, afspejler fortsat en lagerpukkel af ejendomme, der skal finde nye, varige ejere. Ledelsen i Victoria prøver at være med her og udvide porteføljen, medens denne situation med et "Købers Marked" fortsat eksisterer. Afslutningen af denne epoke kan endnu ikke ses i horisonten, men formentlig indtræder en sund optur i løbet af et par år. Kreditgiverne stiller pt. skrappe krav, og en eventuel yderligere kreditklemme (Credit Crunch) med langtrukken krisestemning er en mulighed. Vores vurdering af udsigterne er ikke så pessimistisk. Vi påregner, at den igangværende Eurolandsgældskrise vil kulminere i denne vinter uden et sammenbrud i ØMU'en og dermed Euro som fælles valuta. Tysklands stilling som kernelandet i EU vil blive understreget. Her skal det dog påpeges, at redning af svage lande vil belaste Tysklands egen indre økonomi pga. den eksterne hjælp.

Indkomstudviklingen i den tyske økonomi udgør som drivkraft grundlaget for boligmarkedet, og dynamikken fra eksporten er intakt. Neddæmpningen i Asien med Kina som største land kan dog også drosle ordreindgangen ned for maskiner og biler leveret fra Tyskland. Et alvorligt afbræk er Worst Case i verdensøkonomien, men det synes ikke at blive tilfældet.

Inflation og renteforhold er afledte og vigtige parametre for interessen omkring ejendomsinvesteringer. En fælles redning og fastholdelse af Euro må næsten uvægerligt indebære en "Soft Euro" med et lidt højere niveau for inflation end normen fra den sidste fase af D-Mark æraen. Lysten til at investere i fast ejendom i Tyskland vil dermed få støtte men uden udsigt til noget boom. I stedet tegner det til, at drivkraften kan blive ideen om fast ejendom som alternativ til investering i obligationer, hvor kurstab vil true, når renteniveauet på ny skal normaliseres, og krisetiden er overstået.

Perspektivet omkring den geografiske placering er positivt for Victoria. Berlin stod i stampe i 50 år fra Den Anden Verdenskrig brød ud til Muren faldt, men nu er der atter kommet gang i væksten. Udviklingen på boligmarkedet forstærkes pga. flere enlige end tidligere, dvs. flere, men mindre husstande. Økonomisk oplevede Berlin en periode med krise efter de første 10 jubelår, men opstramningen med genopretning og ny orden er ved at være overstået. Afkastniveauet for ejendomme er fortsat attraktivt set fra købernes synsvinkel og afspejler ingen præmie for placeringen, hvorved der findes et potentiale på dette punkt.

Evnen til at sikre en høj udlejningsprocent og forbedring af lejeindtægten er den praktiske udfordring, og her peger udviklingen i positiv retning. Frasalget i Frankfurt betyder mulighed for at opnå et højere afkast af disse penge og en styrkelse af likviditeten. Renteudviklingener blevet en kraftig påvirkningsfaktor mht. dagskursreguleringer rent regnskabsteknisk. Set fremadrettet vil en stigning i første omgang genvinde nogle af de tab, der indtil nu er bogført.

Aktien som investering

Selskabets aktivitet og eksponering mod det tyske ejendomsmarked er det interessante punkt for investorerne. Der er af natur tale om en langsigtet profil, og placeringen på det tyske marked indebærer stor stabilitet mht. ejendomspriserne udsving. Gælden kan opgøres til ca. 300 mio. € inkl. Greta-ejendommene men før reduktion for den resterende del af Frankfurt-frasalgene, hvorved tallet reduceres til ca. 260 mio. €. Gearingsforholdet mellem egenkapital og rentebærende gæld er dermed reelt 72:260 (1:3,6). Neutraliseres dagsværdiregulering ændres forholdet pga. skat til ca. 94:240 (1:2,6). Behovet for konsolidering i form af højere egenkapitalandel tilsiger nogle år med nedtrapning af gæld og akkumulering af egenkapital inde i selskabet.

Ved dagskursen på 80 DKK har selskabet en børsværdi på 197 mio. DKK. Inklusiv den direkte placering vil antallet af aktier stige fra 2,46 mio. styk til ca. 6,1 mio. styk (forudsat fuld tegning), og markedsværdien vil dermed blive 500 mio. DKK. Tegningskursen er fastlagt til 85 DKK og er garanteret af aktionærer mv. svarende til 72 % af det samlede beløb. Det frie flow vil blive udvidet kraftigt og bane vej for at aktien vil kunne opnå en mere normal kursudvikling fremover på Børsen.

Aktien repræsenterer en langsigtet indgangsvinkel til investering i tyske ejendomme med fokus på Berlin og som følge af selskabets brug af lånefinansiering er der tale om en gearing. I dette tilfælde indebærer det dog ikke på kort sigt nogen normal forstærkelse af udsvingene, men har derimod i de sidste par år medført en særpræget form for udhuling af den bogførte værdi af egenkapitalen pga. dagsværdireguleringerne. Reversering af dette forløb kan derfor pludselig udvikle sig til en kortsigtet gevinstchance. Anbefalingen er langsigtet køb.

Regnskabstal Victoria Properties A/S

mio. Euro	2008	2009	2010	2011E	2012E
Omsætning	9,5	13,1	13,9	15,5	23,3
Driftsresultat (EBIT)	3,8	6,7	7,0	7,0	13,5
Finansposter	-6,3	-7,7	-6,5	-4,2	-8,0
Dagsværdireg Finans	-13,1	3,8	-8,0	-25,0	3,0
Dagsværdireg Ejend	10,5	-6,4	-0,6	-0,1	0,0
Res. før skat	-5,1	-3,5	-8,1	-22,3	6,4
Nettoresultat	-3,3	-3,0	-6,7	-16,7	6,3
Balance	260	253	258	400	405
Fast ejendom	248	240	240	385	385
Nettogæld	182	183	183	270	260
Egenkapital	53	50	45	72	78
Antal aktier mio. styk	2,46	2,46	2,46	2,46	6,1
Res. pr. aktie i €	-1,6	-1,4	-3,0	-5,3	1,0
Indre værdi i €	24,0	22,7	19,8	11,8	12,8
Indre værdi i DKK	179	169	147	88	95

NB: I 2011-estimatet indgår tilkøb af ejendomme og provenu af to aktietegninger (14+27 mio. €)

Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Victoria Properties A/S, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer ikke aktier i Victoria Properties A/S på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.