

Læge vil sende mursten i Schweiz på børsen – børspanel i skarp kritik: “Samlet set må jeg bare sige ØV”

Swiss Properties Invest bryder tørken på First North. Panel fælder hård dom og er især kritiske over for interessekonflikter



Adm. direktør for driftsselskabet SPI AG Keld Østergaard førte i 2006 Danske Lægers Vaccinations Service på First North. Det blev afnoteret i 2011. PR-foto

EMIL STIG PEDERSEN NICOLAI BØTTKJÆR 27. JUN. 2022 KL. 06:00

DEL

Voldsomme kurstab og stor økonomisk usikkerhed har i år lagt sidste års glohede First North-vækstbørs øde hen. Nu melder det nystiftede selskab Swiss Properties Invest sig imidlertid på banen som en ny aktie. Selskabet møder på flere punkter kritik, men har selv en vision om at generere et afkast på 100 pct. efter ti år til investorerne:

“Vores produkt står kun skarpere under finansiell uro. Jeg mener, at afkastgivende erhvervsejendomme er en god afdækning mod inflation, og samtidig er Schweiz verdens stærkeste økonomi, en sikker havn for investeringer,” siger Keld Østergaard, der ikke er en del af koncernledelsen, men adm. direktør for driftsselskabet Swiss Properties Invest AG og en del af ejerkredsen.

Keld Østergaard, der er uddannet kiropraktor og læge, har de seneste 15 år investeret i erhvervsejendomme i Schweiz med makkeren Martin Märki, finansdirektør i både børsselskabet og driftsselskabet, der ifølge dem selv ved at geare investeringerne har givet et afkast på 7-10 pct. årligt i snit til de private investorer, der har købt ind på de i alt 52 unoterede projekter.

Hvor Keld Østergaard ser kimen til en solid investering, er to uafhængige investorer væsentligt mere skeptiske.

5

pct. eks moms af købsprisen på ejendommene går til Keld Østergaard og Martin Märkis private selskaber

“Jeg havde håbet, med alle de oplevelser vi har haft på børsen, at der nu kom noget seriøst. Men samlet set må jeg bare sige øv,” siger Jens Løgstrup. Han udgør sammen med Jakob Have et børspanel, der vurderer alle nye selskaber på vej på First North i Danmark på tre parametre: Forretningsmodel, ledelse og værdiansættelse. De samlede vurderinger lyder på 2,1 og 1,5. Det er blandt de laveste endnu afgivet.

Foreløbig har Swiss Properties Invest A/S sikret sig forhåndstegninger for 130 mio. kr. og er således i mål med minimumsudbuddet. Tilsagnene kommer fra særligt kiropaktorer og læger. Planen ved fuldtegnings er at bruge pengene på opkøb af seks-otte erhvervsejendomme inden for to år til en værdi af 560 mio. kr.

FAKTA
BØRSPANEL

FOLD IND ^

Det er væltet ind med nye selskaber på vækstbørsen First North – men er de nye aktier en god investering eller ej? Vi giver overblikket sammen med de to erfarne investorer Jakob Have og Jens Løgstrup, der vurderer potentialet i de nye børsselskaber.

“I vores unoterede portefølje kan vi ikke få adgang til værdiskabelsen ved høj inflation og prisstigninger på ejendommene uden at sælge dem. Dem vil vi jo ikke sælge. Derfor laver vi en ny portefølje i et børsnoteret setup, hvor værdiskabelsen vil slå igennem på kursen. Her vil vi heller ikke sende penge til ejerkredsen løbende, men i stedet lave flere opkøb over tid. På den måde får du et afkast på over de 7-10 pct., der kan opnås ved gearing alene,” siger Østergaard.

Interessekonflikter

Særligt Jakob Have er kritisk over for selskabsstrukturen, hvor Keld Østergaard og Martin Märki gennem deres egne unoterede selskaber, de hver især ejer 50 pct. af, har indgået rådgivningsaftaler med det kommende børsselskab.

Konstruktionen gør, at topfolkene i regi af deres egne selskaber udpeger potentielle erhvervsejendomme til opkøb, som de tager 5 pct. i provision ekskl. moms for fra driftsselskabets kasse, ligesom deres private selskaber forhandler finansiering med bankerne og evt. montering af solceller til faste beløb. I alt faktureres 6-7 pct. af prisen for ejendommen til de private selskaber.

“
Jeg havde håbet, med alle de oplevelser vi har haft på børsen, at der nu kom noget seriøst

Jens Løgstrup, investor

Kritikken fra både Have og Løgstrup går på, at ledelsen personligt opnår større provision, jo dyrere ejendommene er og alene det, at der går pengestrømme fra driftsselskabet til deres egne selskaber udgør en interessekonflikt, som heller ikke står i prospektet under mulige interessekonflikter.

Keld Østergaard siger:

“Du kan altid diskutere interesse-alignment. Så snart der er to personer, som os her, kan vi jo aldrig snakke om 100 pct.-alignment med alt. Jeg anerkender, at der kunne komme en potentiel konflikt, men sådan ser jeg ikke på det, for vi har kørt det sådan i 15 år, og mit fokus er, at Swiss Properties Invest A/S skal være en succes. På den lange bane får jeg også en større gevinst som investor i selskabet.”

Keld Østergaard og Martin Märki ejer sammen 3,2 pct. af børsselskabet ved fuldtegnings.

“
Det er ikke lig med, at al profitten havner i vores lommer

Keld Østergaard, adm. direktør, SPI AG



“Ja, vi får penge for ad hoc-servicer, men kun hvis det lykkes at finde en ejendom, som den uafhængige af os-bestyrelse siger god for. Den metode skulle gerne sikre tillid fra de investorer, som ikke kender os og ved, at vi selvfølgelig gør et hæderligt stykke arbejde. Det hænger også på vores renommé og vil ødelægge min troværdighed ift. fremtidige kapitalrejsninger.”

Bestyrelsen består af formand Thorbjørn Graarud, der tidligere har været en del af koncernledelsen i ISS, Christian Seidelin, tidligere formand i Boliga og Kirsten Sillehoved. Hun er også adm. direktør i børsselskabet og formand for Region Sjællands Kiropraktorforening.

Hvis planen for opkøb realiseres, tjenes der gennem de private selskaber 30 mio. kr. i provision alene på ejendommene.

En risikofri gevinst for jer?

“Det er ikke lig med, at al profitten havner i vores lommer. Der er et hav af omkostninger til interne og eksterne. Renser du for dem, står vi tilbage med 6 mio. kr. Vi har arbejdet på det et år op til noteringen, men vi kan godt tage en diskussion af om en aflønning på 2 mio. kr. om året i tre år er fair,” siger Keld Østergaard.

Swiss Properties Invest A/S, nøgletal

Millioner kroner

Kilde: Swiss Properties Invests prospekt

“For investorerne er det da mere interessant, at vi kan gøre det til 6 pct. i Schweiz – børsnoterede selskaber i Danmark, som handler ejendomme i Tyskland, har 17-18 pct. i omkostninger,” tilføjer han.

En af dem som trodser fee-strukturen er kiropraktor Klaus Sejr Eriksen, der har kendt Keld Østergaard siden 2009 og også investeret i de unoterede projekter. Han har ingen andre investeringer end via Keld Østergaard og har forhåndstegnet for 4 mio. kr.

“Historisk er det gået super. Det er et gennemprøvet system, og selvfølgelig tager de sig betalt for at lave det. De får en del af pizzaen, men det er ikke ensbetydende med, at jeg skal spise boksen,” siger han.

Problematisk budget

I budgettet er omkostningerne på 7 pct. ved ejendomsopkøbene rent regnskabsteknisk aktiveret. Børspanelet kritiserer, at ejendommene alligevel allerede fra år 1 opskrives i værdi, selvom det reelt først vil være muligt at opnå værdistigninger, når ejendommene er steget mere end 7 pct. i værdi, hvilket ifølge forudsætningerne i budgettet først kan ske efter år 2024.

“Jeg ved godt, at man ikke kan gå ind og se på det første år. Men jeg synes heller ikke, det giver mening at se på, hvordan budgettet ser ud de næste par år, når budgettet er grove tal over en 20-års periode for at få en idé om det forventede afkast. Forudsætningerne for budgettet er dog baseret på 15 års historik og dermed ret solide,” siger Østergaard.

Løgstrup ser desuden selve forretningsplanen markant udfordret af udsigten til et vanskeligt rentemiljø og er også kritisk over for, at krigen i Ukraine anføres som værende årsag til tumult på finansmarkederne og den direkte årsag til, at Swiss Properties Invest kun vurderer risikoen for højere renter som “moderat.”



“Formuleringen kunne være uddybet bedre. Jeg tror også på rentestigninger, men at risikoen kun er moderat, fordi schweizerfrancen historisk altid er billigere end andre valutaer. Selvom renten stiger i Schweiz, stiger den jo mere i alle andre eurolande,” siger han og fortsætter:

“Jeg ligger ikke søvnløs over makroøkonomien. Den eneste variabel, som vil kunne slå negativt ind på budgettet, er renten. Men hvis renten stiger, og vores samlede omkostninger dermed stiger, så vil vi gå til vores lejere for at tilpasse lejen til den nye markedssituation. Det er en af fordelene med erhvervslejere.”

Jakob Have

Aktieinvestor med speciale i small- og midcapaktier i aktiefonden Nordic Compound Invest, bestyrelsesmedlem i de børsnoterede selskaber Rovsing og Scandinavian Investment Group og har tidligere været finansdirektør i Skako.



Børsvurdering:

Swiss Properties Invest

Score 1-5

Definition af skala: 1 = stærkt problematisk 3 = godkendt, 5 = stærkt potentiale

Forretningsmodel

Selskabet har kompetencer inden for ejendomsdrift og -administration, mens “specialistkompetencer” omkring køb af ejendomme samt ejendomsfinansiering er noget de køber sig til eksternt. Med eksternt menes her ledelsens personligt ejede selskaber, som på købstidspunktet fakturerer selskabet ca. 7 pct. af ejendommens kostpris for denne service (40 mio. kr. ved fuld tegning).

1,5

Værdiansættelse

“Markedsværdien af ejendomsselskaber er som hovedregel lig egenkapitalen. Noteringsomkostninger samt overkurs på aktierne gør, at man på noteringstidspunktet har betalt 8-10 pct. mere end egenkapitalen. Budgettet viser, at denne underbalance indhentes efter to år, da der forventes årlige ejendomsværdistigninger på 2-3 pct. Men det tager sandsynligvis længere tid, da der er inkonsistens i budgettet, idet ejendommene ikke bliver mere værd af, at rådgivningshonoraret på 7 pct. af købesummen regnskabsmæssigt tillægges anskaffelsesprisen. Positive ejendomsværdireguleringer kan derfor først ske fra, når ejendomsværdierne er steget 7 pct.

1,5

Ledelsen

Kendskabet til og kompetencer inden for det schweiziske ejendomsmarked er til stede. Inkonsistensen i budgettet, samt at det af prospektet fremgår, at der ikke vurderes at være eksisterende eller potentielle interessekonflikter mellem selskabet og ledelsens private interesser, trækker bedømmelsen ned.

1,5

Samlet vurdering

Problemet med ledelsens private honorarer er, at de er uafhængige af de genererede resultater. En performance fee-struktur baseret på merafkast relativt til et sammenligneligt benchmark havde i min optik været vejen frem. Jeg tegner ikke aktier ved noteringen af Swiss Properties Invest.

1,5

Jens Løgstrup

Med en stribe direktørjob bag sig er Jens Løgstrup et kendt erhvervsnavn. Privat har hans egen investeringsmodel givet et årligt afkast på over 16 pct. i snit siden 2000. Det har ført til en post som ekstern aktiestrateg hos en kapitalforvalter.



Børsvurdering:

Swiss Properties Invest

Score 1-5

Definition af skala: 1 = stærkt problematisk 3 = godkendt, 5 = stærkt potentiale

Forretningsmodel

Jeg mener grundlæggende, at renterne er på vej op. Det er blevet en sværere øvelse at købe ejendomme og regne med værdistigninger nu end i et nulrentemiljø. Omkostningerne her gør, at jeg har svært ved at se investor tjene særlig meget. Jeg mener også, at de første to år af budgettet er direkte forkert. Man køber en ejendom, der er budgetteret til at koste 7 pct., de 7 pct. aktiverer man på ejendommen, og så går man samtidig i gang med at opskrive ejendommen hvert eneste år i budgettet fra år 1. Men de første to års opskrivninger er jo varm luft, for det modsvarer kun gebyret for at få ejendommen. Der er heller ikke indregnet rentestigninger.

1,5

Værdiansættelse

Det er positivt, at man investerer mere eller mindre til indre værdi. Men i grove tal: hvis det tegnes maks., og der investeres 215 mio. ind, så går 15 mio. til selve det at gå på børsen og 30 mio. i gebyr til køb af ejendommene. Man bruger 45 mio. ud af de 215 mio. til at komme i gang. Det, synes jeg, er temmelig meget.

2,3

Ledelsen

det, der trækker op, er at de er erfarne i markedet. Der er ingen tvivl om, at de har været længe i gang og har indblik i det her. Det trækker ned, at ledelsen i min optik har bragt sig i en interessekonflikt. Ledelsen får en fast afregning, uanset om det er en god ejendom eller en dårlig ejendom, man finder. Det kan jeg ikke lide.

2,5

Samlet vurdering

jeg havde håbet, med alle de oplevelser vi har haft på børsen, at der kom noget seriøst. Men samlet set må jeg bare sige øv. Når det så er sagt, hvis man tror på, schweiziske ejendomme af en eller anden grund går ind i en god stime, så kan det sagtens vise sig, at man kan tjene fornuftige penge på sådan et projekt her. Men man skal have en meget stærk tro på, at schweiziske ejendomme går op – uanset at vi jo har et vanskeligt rentemiljø foran os.

2,1

NÆVNTE EMNER: [Aktier](#) [Børsintroduktioner](#)

DEL

GEM TIL SENERE

ANDRE LÆSER OGSÅ

Derfor ser vi på The
Many

Nye boligtal: Nu er Sjælland
købers marked