

UPPDRAGSANALYS
28 maj 2018

FASTATOR ANALYSGUIDEN



Innehåll

Värdeökning att vänta i OH.....	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare	3
Finansiell ställning.....	3
Potential	3
Risk	3
Investmentbolag inom fastigheter	4
Nya investeringar	6
Marknaden för Samhällsfastigheter	7
Ledande befattningshavare	9
Vd	9
Vice VD	9
Ägarstruktur:.....	9
Risker.....	10
Hög räntekänslighet.....	10
Fastigheters beroende av svensk ekonomi	10
Byggnader åldras och kommunala behov ändras.....	10
Beroende av nyckelpersoner på lokala marknader	10
Investment case.....	11
Disclaimer.....	12

Värdeökning att vänta i OH

Fastator är ett investmentbolag inom fastighetssektorn. Inklusivt en indikerad värdeökning på Offentliga Hus fastigheter i kv2/2018 väntas Fastator-aktiens substansvärde hamna kring 50 kronor per aktie. I vårt Bas-scenario får vi ett motiverat aktievärde om 38 kronor.



Fastators nuvarande portfölj domineras av hälftenägda Offentliga Hus i Norden AB (OH). Detta bolag äger fastigheter som hyrs av stat, kommun och landsting, vilket ger stabila kassaflöden. Målet är att OH ska öka sitt fastighets-

värde från cirka 3,25 miljarder kronor (inklusive förvärv för 828 miljoner kronor som tillträdts under kvartal 2/2018) till mellan 6 och 7 miljarder kronor år 2019. Siktet är inställt på att börsnotera OH. Utfallet blir mycket viktigt för värdet på Fastators aktie. OH flaggar för en möjlig värdeökning på omkring 350 miljoner kronor under andra kvartalet 2018, varav cirka 136 miljoner kronor i så fall skulle tillfalla Fastator efter avdrag för latent skatt (!) Dessa ingår i vår uppdaterade vinstprognos nedan.

Fastator ska agera som ett investmentbolag där förvaltning, utveckling och sedan försäljning av innehaven utgör affärsmodellen. Bolagets inriktning är att som en aktiv ägare med en ägarandel på mellan 10 och 50 procent addera värde till lokala fastighetsprojekt eller företag vars produkter har en anknytning till fastighetssektorn. Bolaget har inga begränsningar i sin policy vad gäller investeringarna och har ett annorlunda tänk. En relativt hög kostnad för lånat kapital innebär samtidigt att investeringarna också får ett högre avkastningskrav.

För privatinvestorer kan Fastator-aktien erbjuda en riskspridning för investering i fastighetsprojekt med högre avkastning. En stor del av den framtida värdetillväxten skapas av de lokala delägarna i bolagets innehav. Substansrabatten i Fastators aktie har minskat något till 35 procent, jämfört med 43 procent för tre månader sedan. Förverkligas OH:s värdeökning i kv2/2018 ökar Fastator-aktiens substansvärde till 50 kronor per aktie, vilket skulle ge en substansrabatt på 45 procent(!). Vi får ett motiverat aktievärde om 38 kronor per aktie i vårt Bas-scenario.

Datum: 28 maj 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securitie

Företagsnamn: Fastator AB
Lista: FIRST NORTH
Vd: Joachim Kuylenstierna
Styrelseordförande: Björn Rosengren
Marknadsvärde: 381 MSEK
Senast: 27,2 SEK
Kort om Fastator: Fastator är ett investmentbolag med inriktning mot fastighetssektorn. Portföljen är bokförda till drygt 750 miljoner kronor varav ungefär 57 procent är hänförligt till hälftenägda Offentliga Hus AB som investerar i samhällsfastigheter. Andra innehav i portföljen är ett hälftenäggande i GenovaFastigheter Holding som är inriktade mot utveckling av bland annat bostäder samt ett deläggande i Portvaktens Industrifastigheter i Ängelholm, Nordic PM och Liveable.

Möjligheter och styrkor: Marknaden för samhällsfastigheter är het, vilket ökar chansen att Offentliga Hus (OH) får en bra prislapp vid en börsnotering. Genovafastigheter Holding äger en tomt i Nacka där det på sikt planeras för en 30-våningars bostadshus, vilket i så fall skulle generera ett stort övertvärde till Fastators aktieägare. Företagsledningarna i Fastator och OH har varit med i tidigare varierande konjunkturlägen, vilket utgör en styrka i tingen kring köp och försäljningar.

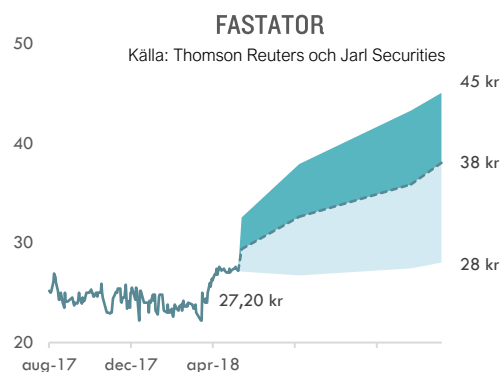
Risker och svagheter: Fastator har lån på 245 miljoner kronor, varav huvuddelen till hög ränta om 8,5 procent. Det begränsar investeringsutrymmet till högavkastande och mer udda investeringar. Även Offentliga lokaler åldras och kan behöva byggas om. Slutligen är bolaget beroende av ett antal nyckelpersoner och entreprenörer som utvecklar bolagen ingående i portföljen.

Värdering: Bear 28 kr Bas 38 kr Bull 45 kr

Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Omsättning		9	44	100	110	120
Rörelseresultat		69	64	150	100	110
Årets resultat		91	54	122	68	76
Resultat per aktie, kr		6,5	3,8	8,7	4,3	4,8
P/E-tal		4,2	6,6	3,1	6,3	5,7
Räntebärande skulder		87	214	229	244	259
Eget kapital		529	584	702	809	872

Källa: Fastator (utfall) och Jarl Securities (prognoser).



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Joachim Kuylenstierna har en 25-årig erfarenhet från fastighetssektorn. Han är en entreprenör. Det ökar förståelsen kring investeringar i onoterade bolag.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Två privata storägare, Mats Lundberg och Joachim Kuylenstierna, är båda erfarna entreprenörer vilket ger styrka. Målet är att bredda ägarkretsen.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Fastator hade en nettoskuld på 209 miljoner kronor per 31 mars 2018. Räntekostnaden på bolagets obligationslån är förhållandevis hög (7 procent).

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Bolaget utnyttjar en möjlighet att investera i lokala och lite mer udda fastighetsprojekt utanför de stora bolagens radarskärm. Men framförallt är aktien lågt värderad i förhållande till sitt substansvärde.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Den operationella risken i Offentliga Hus är låg och i övriga bolag normal. Dock behöver bolagen växa för att nå ökad lönsamhet.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Investmentbolag inom fastigheter

Fastators ursprung grundar sig huvudsakligen på bolaget Offentliga Hus i Norden AB ("Offentliga Hus eller OH") vars verksamhet startade 2011. Under de följande fem åren har Fastator genom Offentliga Hus byggt upp en fastighetsportfölj med 91 objekt om totalt cirka 160 000 kvadratmeter (kvm) uthyrbar yta och med ett marknadsvärde för fastigheterna på cirka 2,4 miljarder kronor. I dessa siffror ingår sedan oktober 2017 det tidigare hälftenägda NSH Holding (Studium) bestående av studentbostäder på totalt ca 25 000 kvadratmeter i södra Sverige som då fusionerats in i Offentliga Hus. Hyresavtalen hade en genomsnittlig löptid om 7,6 år per 31 december 2017.

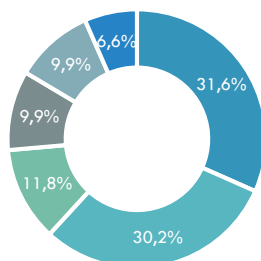
I december 2017 förvärvade Offentliga Hus ytterligare 164 fastigheter varav huvuddelen utgjordes av Svevia-vägstationer runt om i Sverige. Dessutom ingick en del andra fastigheter köpta från privata ägare för totalt 828 miljoner kronor (inklusive vägstationerna). Den samlade lokalytan för beståndet är 178 000 kvadratmeter belägna på drygt 290 hektar mark. Vägstationerna ligger typiskt sett utefter de svenska Europa- och riksvägarna och består av en byggnad där material för vägbyggnation som exempelvis grus och betong samt annan utrustning lagras. Därtill finns en större uppställningsplats för maskiner för vägunderhåll i anslutning till byggnaden. Ekonomiska data från fastighetsportföljen är än så länge sekretessbelagd, men antar vi sju procent direktavkastning på det förvärvade beståndet så blir direktavkastningen på Offentliga Hus fastigheter cirka 5,6 procent proforma inklusive de senaste förvärven. Att OH inte har genomfört några externa värderingar sedan kvartal 2/2017 gör att det nu blir aktuellt i kvartal 2/2018. Bolaget har flaggat för cirka 350 miljoner kronor i förväntad värdeökning och då skulle direktavkastningen minska till cirka 5,1 procent, vilket är en ganska normal avkastningsnivå för offentliga fastigheter i Sverige.

Räknat på en reservering för 22 procent latent skatt på övervärden i fastigheterna skulle då omkring 136 miljoner kronor av värdeökningen efter skatt tillfalla Fastators aktieägare. Det motsvarande en substansvärdeökning om 24 procent (!) jämfört med den som redovisas per 31 mars 2018.

Offentliga Hus har framförallt investerat utanför de svenska storstadsområdena och har sin geografiska tyngdpunkt i Värmland i till exempel Karlstad och Västra Götaland i till exempel Borås och Lilla Edet (totalt 39 orter runt om i Sverige). Krasst uttryckt spelar det inte så stor roll för kassaflödet eftersom varje svensk kommun i dagsläget är en trygg betalare. På sikt kan efterfrågan på lokalhyresmarknaden få en betydelse om och när lokalerna i ett senare skede skulle behövas hyras ut till andra hyresgäster. Men det beror också på lokalernas skick som kan vara specialanpassade och behöva byggas om i så fall.

Sedan 2014 är OH hälftenägt där resterande 50 procent av Luxemburgs-baserade Offentliga Nordic Proptert Holding SARL vars ägare tillsammans med Fastator ger finansiella muskler att låta OH växa – där nu målet är en fastighetsvolym mellan sex och sju miljarder kronor år 2019.

Offentliga Hus, Geografisk fördelning av fastighetsportfölj (kvm) 2016



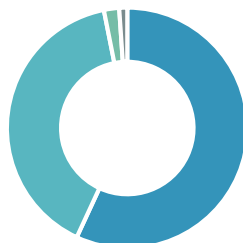
■ Värmland - 31,6% ■ Västra Götaland - 30,2% ■ Stockholm - 11,8% ■ Gotland - 9,9% ■ Skåne - 9,9% ■ Övriga - 6,6%

Källa: Offentliga Hus och Jarl Securities

Under 2016 tillkom en betydande aktör i Samhällsfastighetssektorn, nämligen SBB i Norden AB, som under det senaste året dominerat transaktionsmarknaden inom detta segment i Sverige. Under 2016 genomförde Offentliga Hus endast ett fåtal nya affärer (vilket syntes i en avtagande intäktsstillväxt). Ett VD-byte genomfördes därför till Lars Holm som tog vid den 1 juni 2017.

Kvar i Fastators egen fastighetsportfölj efter flera försäljningar under 2016 är GenovaFastator Holding, ett bolag som äger 50 procent i en utvecklingsfastighet i Nacka Sicklaön (den nordvästra delen av Nacka kommun, närmast Stockholm) där en detaljplan har varit under framtagande för omvandling till bostäder. Här finns en potential på längre sikt eftersom Fastator endast har bokfört sitt 50 procentiga innehav till omkring 150 miljoner kronor vilket nästan motsvaras av de 140 miljoner kronor som Fastator har förtur till i utdelning från det gemensamägda bolagets fastighetsbestånd. Huvuddelen av detta innehav är preferensaktier som Fastator sedan kvartal 1/2018 redovisar som en klumpsumma tillsammans med andra innehavda preferensaktier.

Fastators portföljinnehav per 31 mars 2018



■ Offentliga Hus - 56,9% ■ Preferensaktier - 40,0% ■ Portvakten Industrifastigheter - 2,0% ■ Övriga - 1,1%

Källa: Fastator och Jarl Securities

Nya investeringar

Sannolikt kommer Fastator att ha ett högre substansvärde, cirka 700 miljoner mot slutet av 2018 enligt vår prognos. Innehaen bör åtminstone fram emot slutet av 2019 (då Offentliga Hus ska vara börsnoterat) vara mer jämnt fördelade än idag. Exempelvis fem till sex innehav vardera i storleksordningen 100 till 200 miljoner kronor (plus beläning).

Under andra halvåret 2016 förvärvades Portvakten Industrifastigheter i Ängelholm som är ett snabbväxande lokalt fastighetsbolag. Portvakten leds av en lokal entreprenör och värderingarna av fastigheterna är måttlig, cirka 10 gånger hyresintäkterna.

En studentbostadsportfölj (Studium) i södra Sverige (Skåne, Blekinge, Småland och Västra Götaland) med ett marknadsvärde om cirka 400 miljoner kronor med en direktavkastning på uppskattningsvis 5 ½ procent och fram till oktober 2017 hälftenägt via NSH Holding AB förvärvades av Offentliga Hus. Fastators köp av Studium-portföljen skedde i juli 2016.

Under tredje kvartalet 2016 köpte Fastator förvaltningsfirman Nordic PM för 14 miljoner kronor. Nordic PM redovisade ett rörelseresultat på cirka 2 miljoner för det brutna räkenskapsåret 2015/2016. Bolaget har sedan tidigare Offentliga Hus på sin kundlista vilket innebär att verksamheten redan var känd av köparen.

En investering skedde under 2017 i Liveable motsvarande 25 procent ägarandel. Detta är ett fintech-bolag som erbjuder en digital lösning för hyresdepositioner. Istället för en hyresdeposition kan hyresgästen lämna en garanti som denne sedan betalar 15 procent för.

Fastators utmaning blir att få summan av ett antal onoterade innehav att värderas till en premie. De försäljningar som genomfördes under 2016 gav betydande reavinster och är därmed en fjäder i hatten. Offentliga Hus behöver för att kunna växa bli mer kända och köpa fastigheter i konkurrens med ett antal aktörer som beskrivs nedan. Motsvarande övning har Samhällsbyggnadsbolaget genomfört ganska nyligen och avkastningen hamnade i slutändan strax under

5 procent för en granska spridd portfölj. Fördelen för Offentliga Hus är att deras investerings-inriktning är mot kommuner utanför de svenska storstäderna, där konkurrensen om objekten är mindre. Att det är valår i år (2018) gör också att kriteriet för köp sannolikt behöver breddas mot alla typer av offentliga myndigheter och organisationer. Men även köp från privata ägare av offentliga fastigheter skulle kunna vara en möjlighet, förutsatt hyreskontrakten på de övertagna lokalerna då är tillräckligt långa.

Fastator behöver bygga upp sina innehav kring lokalt framgångsrika entreprenörer och det blir i praktiken i dessa som investeringen sker. Fördelen är att börsnoteringen medger förhållandevis billig kapitalanskaffning som kan ge en konkurrensfördel speciellt utanför storstadsområdena. Bolagets första obligations-emission skedde till en ränta om 3 månader Stibor plus 8,5 procent vilket var jämförelsevis högt. Offentliga Hus noterade en egen obligation i februari 2018 till sju procent ränta utöver Stibor 3 månaders-golvet. Även om koncernens finansieringar fortfarande är ganska dyra, går utvecklingen åt rätt håll.

Marknaden för Samhällsfastigheter

Samhällsfastigheter, som är Offentliga Hus huvudmarknad med stat, kommun och landsting som hyresgäster ger stabila hyresförhållanden och normalt även längre löptider på hyreskontrakt, inte sällan fem till tio år. Detta är eftertraktat dels för att ett standardhyreskontrakt för kommersiella lokaler i Sverige löper på tre år. Dessutom är offentliga hyresgäster mer säkra betalare än privata företag, då deras intäkter ytterst garanteras av skatteintäkter och statsbidrag.

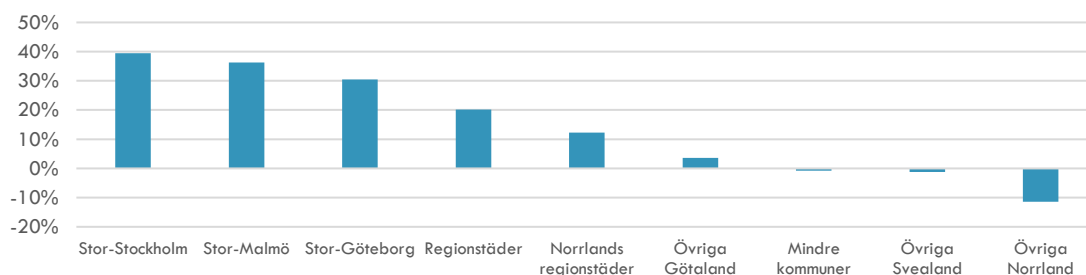
Offentliga Hus verkar inom ett segment av Samhällsfastigheter utanför storstadsområdena. Det innebär att de i första hand möter konkurrenter som Stenvalvet (ett institutionsägt fastighetsbolag), Vacse (ägt av några större industriföretags pensionsstiftelser), Diös och NP3 (huvudsakligen i norrländska regionstäder), Hemfosa som också gärna köper utanför storstadsområdena samt en fastighetsfond som Niam etablerat. På senare tid har Samhällsbyggnadsbolaget i Norden under en kort tid byggt upp en fastighetsportfölj på cirka 16 miljarder kronor i Sverige och ytterligare åtta miljarder kronor i Norge. De två största aktörerna i segmentet Samhällsfastigheter är annars Vasakronan och Hemsö, men dessa bolag är fokuserade på Sveriges storstadsområden och större regionstäder. Även Rikshem, ägt av AMF och Fjärde AP-Fonden, befinner sig delvis i premie-segmentet inom Samhällsfastigheter (främst geografiskt) även om deras huvudfokus är bostäder.

Dagens låga ränteläge har ökat pensionskapitalets efterfrågan på alla typer av fastigheter och inte minst de som till låg risk ger en säker löpande avkastning och därmed närmast fungerar som en obligation med möjlighet till extra avkastning. Det har samtidigt pressat ned direktavkastningskravet på Samhällsfastigheter till nivåer runt och numera inte sällan under 5 procent. I definitionen för Samhällsfastigheter har vi då lagt in alla typer av offentliga hyresgäster - inte bara vård, skola och omsorg utan även till exempel lokaler för polis och brandkår samt kommunala förvaltningar.

Noterbart är att Hemfosa har köpt Samhällsfastigheter i Finland och Norge sedan något år tillbaka. Detta eftersom avkastningsnivån är högre där än i Sverige. Även Samhällsbyggnadsbolaget har gjort omfattande förvärv i Norge. Skillnaden kan förklaras med att den svenska konjunkturen har varit starkare jämfört med den finländska och norska. Det har medfört en bättre hyrestillväxt i Sverige. Men också på att det svenska pensionskapitalet investerat tungt på sin hemmamarknad, vilket sänkt avkastningskraven på svenska objekt i större omfattning än i grannländerna. Den svenska marknaden är tydligt uppdelad i kommuner med goda respektive mindre goda tillväxtutsikter (ekonomi och demografiska). De kapitalstarkaste pensionsägda fastighetsbolagen dominerar inom det förstnämnda segmentet.

Befolkningen ökat snabbt i stor- och regionstäderna i Sverige, medan den stagnerar eller minskar i mindre kommuner och mest tydligt så i norra Sverige mätt i ett längre perspektiv (exempelvis sedan 1970 eller 1990). De allra senaste åren har dock nästan hela landet haft en god befolkningstillväxt till följd av den kraftigt ökade invandringen. Skillnaden mellan kommuner med olika tillväxtförutsättningar syns mest i fastigheternas restvärde (den del av nuvärdet av fastighetens kassaflöde som kalkylmässigt ligger bortom år tio i prognosperioden och/eller efter hyreskontraktens utgång). På en Samhällsfastighet höjer det avkastningskravet utanför storstadsområdena. Behovet från kommunernas sida är samtidigt oftast minst lika stort i mindre landsortskommuner och landsting då de brottas med stigande pensionskostnader, vilket öppnar upp för affärsmöjligheter även där.

Befolkningsförändring för större kommuner och kommungrupper i Sverige 1991–2017:



Källa: SCB och Jarl Securities

Ledande befattningshavare

Vd

Joachim Kuylenstierna, född 1969, är en av Fastators grundare och tillika nuvarande huvudägare. Joachim har över 25 års erfarenhet av att driva fastighetsprojekt och har varit VD för flertal fastighetsbolag bl.a. DK Properties och Skälsö. Han äger även fastigheter på Gotland via eget bolag.

Vice VD & CFO

Svante Bengtsson, född 1971. Han kommer närmast från Mistral Energi AB där han var VD. Innan dess var Svante VD i sju år för Rehact.

Ägarstruktur:

Tio största ägarna, 2018-03-31:

Ägare	% av kapital och röster
Maths Invest AB	32,0
Skälsö Intressenter AB	30,4
Danica Pension	5,3
Staffan Heinert Beckett	4,4
Ulf Adelsohn	4,3
Banque Internationale Luxembourg	4,2
Mats Thore Axel AB	3,5
Mellbye Invest ABP	2,9
Nordnet Pensionsförsäkring (PB)	1,6
Fredrik Grevelius	1,2

Källa: Fastator

Samtliga aktier i Fastator har sedan beslut på bolagsstämman den 3 maj 2017 en röst, då tidigare uppdelning i A- och B-aktier upphörde.

Styrelsen har fått ett bemyndigande att genomföra nyemissioner på upp till 100 miljoner kronor. Det senare beslutet är sannolikt kopplad till planer på framtida förvärv. Vi har i våra resultatprognoser antagit att nyemitterade Fastator-aktier om 50 miljoner kronor ges ut under 2019 som ett led för finansiering av sådana förvärv. Det faktum att Fastator-aktien idag handlas till omkring 35 procent substansrabatt gör att beslut om riktade nyemissioner blir svårare att ta än vid en högre värdering. Vi tror därför inte att någon sådan nyemission kommer att genomföras under 2018, utan först under 2019 (när värderingen av aktien förhoppningsvis har blivit bättre än idag).

Risker

Hög räntekänslighet

Huvuddelen av Fastators investeringar kommer att avse olika typer av fastighetsportföljer och byggprojekt. Dessa är till sin natur räntekänsliga, då de är kapitalkrävande och därmed lämpar sig väl för belåning. Tillgången och priset på kapital styrs av bankerna, kapitalmarknadens villkor, osäkerhetsfaktorer kopplad till fastighetssektorn och omvärlden med mera. Likaså av regleringar som från tid till annan kan åläggas bankerna och/eller fastighetsbolagen och därmed påverka kostnaden för att anskaffat kapital. Även priset på fastigheterna vid en försäljning är avhängigt rådande avkastningskrav för just den typen av objekt.

Fastator har lånat cirka 250 miljoner via obligationslån till en förhållandevis hög ränta om 8,5 procent. Det höjer avkastningskravet på de investeringar som Fastator gör.

Fastigheters beroende av svensk ekonomi

Med en diversifierad investeringsstrategi lär Fastator komma att exponeras mot flera olika segment inom fastighetssektorn som kommersiella lokaler i olika regionstäder, bostadsutveckling samt samhälls- respektive industrifastigheter. Verksamheten i dessa fastigheter och möjligheten att hyra ut lokalerna beror på lokalernas skick och standard, men även av att det finns verksamhet (kontor, bostäder, industri och så vidare) som efterfrågar respektive typ av lokal. Efterfrågan påverkar också hyresnivån som hyresgästen är villig att betala med undantag av begagnade bostäder som har reglerad hyressättning.

Byggnader åldras och kommunala behov ändras

Samhällsfastigheter är en förhållandevis trygg investering på grund av avtalens långa löptid och motpartens stabilitet. Typiskt sett vill investerare ogärna köpa fastigheter när det endast återstår två till fyra år på ett hyreskontrakt om det inte är uppenbart att hyresgästen kommer att förlänga kontrakten. Speciellt inte om fastigheten är anpassad för den nuvarande hyresgästens verksamhet och behöver byggas om i betydande omfattning vid ny uthyrning till en annan hyresgäst.

Den offentliga sektorn har stora lokalbehov men dessa kan förändras över tid när antalet barn till exempel blir färre och de äldre innevånarna i kommunen ökar i antal. Det kan innebära att en tidigare lokal inte med automatik kan konverteras och användas till annan verksamhet i offentlig regi. Likaså kan andra fastighetsägare erbjuda nya och skraddarsydda lokaler som bättre alternativ när ett tidigare hyreskontrakt löper ut. Men Offentliga Hus hyresnivåer ligger på cirka 1000 kronor per kvadratmeter, vilket givet dagens höga byggkostnader gör det svårt för någon aktör att få ihop en attraktiv kalkyl.

Beroende av nyckelpersoner på lokala marknader

De nya fastighetsinvesteringarna kommer sannolikt att ske på lokala marknader där värdet av portföljen framöver i hög utsträckning bygger på den lokala företagsledningens engagemang och genomförandekraft. Även om de lokala entreprenörernas delägande erbjuder ett incitament för dem själva också, finns det inga garantier för att dessa projekt och investeringar kommer att utvecklas väl.

Investment case

Fastators börsvärde uppgår i skrivande stund till 381 miljoner kronor. Det innebär att aktien handlas med 35 procents rabatt relativt bolagets bokförda egna kapital per 31 mars 2018 på 586 miljoner kronor eller cirka 41,8 kronor per aktie.

I genomsnitt handlas börsnoterade fastighetsaktier på Stockholmsbörsen till två procents premium på underliggande fastighetsvärden. Variationen inom gruppen är stor, från 21 procent premie i Sagax till 13 procent rabatt i MaxFastigheter. Ett större Offentliga Hus skulle kunna handlas till en fastighetsportföljpremie, vilket då slår igenom på Fastators aktie med 50 procent av en sådan värdeökning. En annan positiv faktor är att Hemfosa kommer att låta separat-notera sitt offentliga fastighetsbestånd från övriga delar av portföljen och nu har rekryterat en VD för det nya bolaget. Det visar på en bedömning om att börsen kommer att uppskatta den här typen av bolag med Offentliga (eller Samhälls-) fastigheter allt mer. En faktor som talar för det är också den pågående konjunkturavmattningen i Sverige som bör premiera säkra och stabila kassaflöden.

Fastator redovisningsmetod utgörs av resultatandelar i intressebolag (i huvudsak Offentliga Hus) som tidigare har utgjort cirka 75 procent av Fastators rörelseresultat och den andelen har ökat ytterligare under 2017. De senaste åren har en stor del av de noterade fastighetsbolagens resultat utgjorts av värdeökningar på fastighetsbestånden och tendensen är likartad för Offentliga Hus del. Här i ligger en utmaning för Fastators del när bolaget blivit delägare i ett antal fastighets- och utvecklingsprojekt samt även rörelsedrivande bolag. Erfarenheten från tidigare bolag (om än helägda) är att ett antal lyckade försäljningsresultat kan vara avgörande för om aktien ifråga kommer att värderas med en premie eller rabatt.

Även konsten att köpa fastigheter med arbitrage, dvs att köpa fastigheter som avkastar mer än bolagets egen låneränta brukar belönas. Framförallt Balder och Sagax har skapat premievärderingar på sina egna aktier genom perceptionen att bolagen gör många och avkastningsmässigt lyckosamma förvärv. Arbitragemöjligheterna är som störst i litet mer udda fastigheter segment som exempelvis handels- och industrianläggningar. Samhällsfastigheter i mindre kommuner och av litet mer udda typ (som till exempel de vägstationer som Offentliga Hus köpte i december 2017) är ett annat exempel.

Vi bedömer att en substansrabatt om drygt 20 procent kan vara motiverad i Fastator-aktien. Dels för att bolaget är ett investmentbolag och där beviskravet att kunna skapa överavkastning är högt. En annan faktor är att varje investmentbolag har en speciell sammansättning på sin portfölj, som riskerar att ge en rabatt. Däremot är expansionen av Offentliga Hus fastighetsportfölj något som sannolikt kommer att öka substansvärdet i Fastators aktie.

Sammantaget låter vi vår tidigare riktkurs om 38 kronor bli vårt nya motiverade aktievärde enligt Bas-scenariot. Vi sätter 28 kronor motsvarande drygt 40 procent substansrabatt som vårt Bear-scenario och 45 kronor per aktie som vårt Bull-scenario. Skulle Offentliga Hus annonserade värdeökning infrias skulle substansvärdet i Fastator-aktien att nå upp mot 50 kronor per aktie, så potentialen har ökat.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytiker Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.