

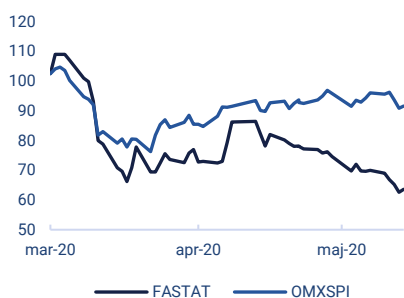
**AKTIEBOLAGET FASTATOR (PUBL)**

VD: Joachim Kuylenstierna  
 SO: Björn Rosengren  
 www.fastator.se

Lista: Nasdaq First North

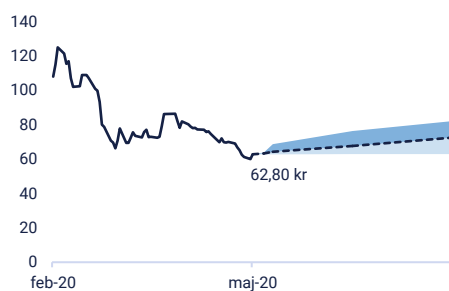
Aktie, senast: 62,8 kr  
 Marknadsvärde: 880 MSEK

Bloomberg: FASTAT:SS  
 Reuters Eikon: FASTAT.ST

**AKTIEUTVECKLING**


	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	31,9	-21,3	-20,5	-23,4

Källa: Thomas Reuters Eikon

**VÄRDERINGSINTERVALL**


	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	62,9	72,5	82,2
Upp-/nedsida	0,2%	15,4%	30,9%

Källa: Carlsquare

**ANALYTIKER**

**Bertil Nilson**  
 Senior Equity Analyst

**Markus Augustsson**  
 Head of Equity Research

**Rabatt på konjunkturstabla fastigheter**

Fastator har byggt upp en portfölj av del- och helägda fastighetsbolag där Offentliga Hus står inför en börsnotering. Övriga fastigheter (lokal centrumhandel via Point Properties och industri via Industrisamhället) har ett något högre konjunkturberoende. Fastator-aktien handlas med en substansrabatt på cirka 34 procent, vilket gör den köpvärd.

**Börsnotering av Offentliga Hus kan ge positiv effekt**

Fastator största portföljbolag Offentliga Hus (ägt till 50 procent) har expanderat snabbt från juni 2017 till första kvartalet 2020 där fastighetsvärdet har ökat från två miljarder kronor till drygt sju miljarder kronor, främst via förvärv. Offentliga Hus siktar på en börsnotering i år. Vi tror att investerarna givet dagens osäkerhet i ökad omfattning kommer att uppskatta säkra betalningsflöden från offentliga hyresgäster. En notering skulle också tydliggöra Fastators portföljvärde samt ge bolaget en möjlighet att diversifiera sin investeringsportfölj framöver.

**Lågt konjunkturberoende och 34 procent substansrabatt**

Fastator kännetecknas av en opportunistisk affärsmodell. Det innebär att bolaget kan se möjligheter i tillgångar som inte andra gör. Ett exempel är att bolaget köpt en stor del av sina fastigheter utanför storstadsområdena för att få högre löpande avkastning på förvärven. Det bör även uppstå ökade möjligheter till förvärv i dagens marknadsläge, där några aktörer kan bli tvingade att sälja på grund av finansiella problem. Affärer för minst 15 till 20 miljarder kronor har redan blivit uppskjutna på den svenska fastighetsmarknaden till följd av problem med lånefinansieringen.

Fastator är ett investmentbolag, vilket är ytterligare en faktor som gör bolaget till ett intressant case. Det innebär att risker kan spridas mellan olika tillgångar i fastighetssektorn och totalt sett ge ett lågt konjunkturberoende.

Fastator-aktien handlas till 34 procent substansrabatt. Det efter att så sent som den 25 februari 2020 värderats med 23 procent premium relativt sitt substansvärde. Vi anser att rabatten är överdriven med tanke på att Offentliga Hus ska noteras separat senare i år. Vi ser ett motiverat värde på 73 kronor per aktie i Bas-scenariot, vilket erhållits genom en sammanvägning av P/EK och P/E-värderingar för andra svenska fastighetsbolag.

**Finansiella nyckeltal (MSEK)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	109,3	214,9	284,8	318,7	376,4
Totala intäkter	111,7	218,4	285,1	318,7	376,4
Just. EBITDA	358,7	590,6	260,4	310,3	378,4
Just. EBIT	352,7	584,3	255,8	307,8	376,1
Vinst per aktie	22,67	34,69	8,36	11,31	14,62
Utdelning per aktie	0,0	0,0	3,0	3,5	4,0
Tillväxt, nettoomsättning	132%	97%	33%	12%	18%
Tillväxt, just. EBIT	455%	66%	-56%	20%	22%
Tillväxt, vinst per aktie	498%	53%	-76%	35%	29%
Just. EBITDA-marginal	319%	269%	91%	97%	101%
Just. EBIT-marginal	314%	266%	90%	97%	100%
ROIC	29%	23%	11%	12%	14%
EV/Sales	8,3x	9,8x	6,5x	6,0x	5,2x
EV/Just. EBITDA	2,6x	3,7x	7,3x	6,3x	5,2x
P/E	1,8x	2,3x	7,0x	5,2x	4,0x
P/BV	0,6x	0,8x	0,6x	0,6x	0,5x
Nettoskuld/Just. EBITDA	1,0x	1,7x	3,8x	3,4x	2,9x

Källa: Bolagsinformation, Carlsquare prognoser

## Innehållsförteckning

Investment case .....	3
Bolagsbeskrivning .....	5
Marknad, makro och demografi.....	16
Jämförbara bolag .....	18
Historik och prognoser.....	21
Värdering.....	23
Risker.....	24
Friskrivning.....	26

## Investment case

Fastator är tämligen unikt som Stockholmsbörsens enda investmentbolag specialiserat på fastighetstillgångar. Bolagets mest värdefulla tillgång har sedan starten bestått av det hälftenägda Offentliga Hus. Trots att verksamhetens hyresintäkter nästan helt betalas av offentliga sektorn (stat, kommun och landsting) värderas Fastator-aktien med 34 procent substansrabatt. Vi ser ett motiverat värde på 73 kronor per Fastator-aktie, vilket har erhållits genom en sammanvägning av substans och intjäning relativt övriga svenska fastighetssektorn.

## Substansrabatt och konjunkturkänslighet lockar

Fastator-aktien värderas till 34 procent rabatt på sitt substansvärde. Tillgångarna består av innehav av det hälftenägda Offentliga Hus, de helägda fastighetsbolagen Industrisamhället och Point Properties (centrumhandel), ett deläggande i GenovaFastator Holding (ett bostadsutvecklingsprojekt i Nacka), Nordic PM (fastighetsförvaltning) med mera. Även om det finns ett antal förvaltande fastighetsbolag som Atrium Ljungberg, Hufvudstaden med flera som också värderas till betydande substansrabatter är genomsnittet för de noterade förvaltande fastighetsbolagen en substanspremie om 2 procent.

34 procent substansrabatt i kombination med en väntad börsnotering av det största innehavsbolaget Offentliga Hus under 2020 gör Fastator-aktien attraktiv.

## Börsnotering av Offentliga Hus ger en mer likvid tillgång

Den planerade börsnoteringen av Offentliga Hus under 2020 kommer att ge Fastator en prislapp på sitt största innehav, men också en mer likvid tillgång. I nästa steg kan det ge möjligheter att allokera om Fastators portfölj mot nya innehav. Samtidigt blir prislappen på Offentliga Hus mycket viktig för Fastators värdering. En fördel i sammanhanget är att Samhällsbyggnadsbolaget i Norden redan är ett stort och etablerat bolag speciellt efter uppköpet av branschkollegan Hemfosa.

## 48 procent substansstillväxt tack vare värdeökningar på fastigheter

Substansvärdet i Fastator ökade kraftigt från 64 kronor per aktie vid utgången av 2018 till 95 kronor per aktie utan avdrag för latent skatt per 31 mars 2020. Den främsta orsaken var värdeökningar på bolagets fastigheter, Dessa har i sin tur berott på ökande hyresintäkter samt lägre avkastningskrav i takt med en sjunkande räntenivå. Motsvarande trend syns även hos Offentliga Hus. Trenden i branschen sedan mars 2020 är dock att avkastningskraven förefaller att öka något igen.

## Låg konjunkturkänslighet en röd tråd i Fastators innehav

Fram till och med februari 2020 kännetecknades den svenska fastighetsmarknaden, liksom aktiebörserna och den svenska ekonomin av en högkonjunktur, även om en avmattning skedde under 2019. Detta har förbytts i en begynnande lågkonjunktur med Coronavirusets utbrott under första kvartalet 2020, vilket drabbar Sverige inte minst som en exportberoende ekonomi. Fastator har sedan tidigare haft en förvävsstrategi där de har sökt ett lågt konjunkturberoende i de fastigheter som köpts. I första hand är det tillämpligt på Offentliga Hus med skattefinansierad verksamhet från kommuner, landsting och statliga myndigheter som hyresgäster. Men det gäller till viss del även Industrisamhället som utgör ett tvärsnitt av det lokala näringslivet i respektive stad. Privatägda småföretag brukar expandera eller behålla sin verksamhet lokalt i större utsträckning än storföretagen som har alternativ utanför Sverige.

## Motiverat värde i ett basscenario

För att beräkna ett motiverat värde per aktie har vi applicerat medianvärdet för P/E-talet för industri- och logistikinriktade fastighetsbolag om 16,1x med vår prognostiserade vinst på 3,21 kronor per aktie 2020 (exklusive intressebolagsandelar och värdeförändringar på fastigheter). Denna metod kombinerat med ett rabatterat substansvärde per aktie till ett viktat genomsnitt. Genom denna metod beräknas ett motiverat värde per aktie i basscenariot om 72,5 kronor för de kommande sex till tolv månaderna. Det ger en möjlig uppsida om cirka 15 procent.

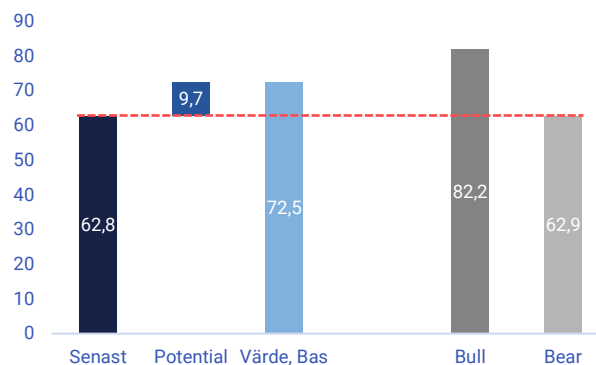
Genom att justera upp P/E-talet med 20 procent och ta bort rabatten på substansvärdet per aktie beräknas ett värde per aktie om 82,2 kronor i Bull-scenariot. I Bear-scenariot har vi istället justerat ned P/E-talet med 20 procent och ökat rabatten på substansvärde per aktie till 20 procent. Genom denna metod beräknas ett värde per aktie om 62,9 kronor i Bear-scenariot.

### Värdering basscenario (kr per aktie)

Vinst per aktie, 2020	3,2
P/E-tal för industrifastighetsbolag	16,1x
<b>Motiverat avkastningsvärde</b>	<b>51,7</b>
Substansvärde per aktie (10% skatt övervärden)	93,0
Motiverat substansrabatt	10%
<b>Motiverad värdering på substans</b>	<b>83,7</b>
Applicerad vikt för avkastningsvärde	35%
Applicerad vikt för substansvärde	65%
Total vikt för båda värderingarna	100%
<b>Värde per aktier i ett basscenario</b>	<b>72,5</b>

Källa: Carlsquare prognoser

### Värdering i tre scenarion (kr)



Källa: Carlsquare prognoser

I vanlig ordning finns det flertalet risker med en investering i Fastator. Bland annat kan noteringen av OH flyttas på framtiden givet fortsatt oro på marknaden. Fastator står också inför omförhandlingar av huvuddelen av sina fastighetslån under år 2021. Räntenivån på bolagets lån är samtidigt redan idag hög så risken för markant högre räntekostnader bedömer vi som begränsad.

## Bolagsbeskrivning

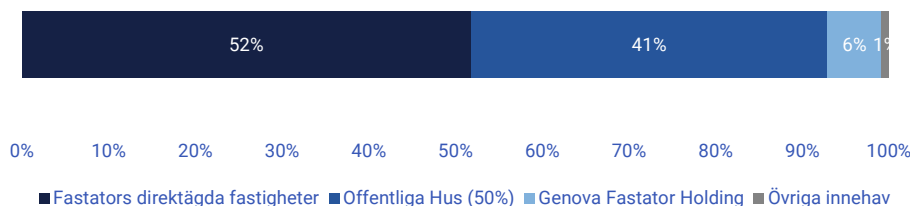
Fastator är ett investmentbolag med en inriktning mot fastighetssektorn. Tillgångsportföljen är bokförd till cirka 2,2 miljarder kronor där de två största posterna är de helägda fastigheterna uppdelat på bolagen Point Properties (lokal centrumhandel) och Industrisamhället (industrifastigheter), följt av hälftenägandet i Offentliga Hus. Ett annat intressant om än mindre innehav är Nordic PM (fastighetsförvaltning).

### Det startade med Offentlig Hus

Fastators ursprung grundar sig huvudsakligen på bolaget Offentliga Hus i Norden AB (Offentliga Hus eller OH), vars verksamhet startade 2011. Sedan 2014 är Offentliga Hus hälftenägd där resterande 50 procent innehas av Luxemburgs-baserade Offentliga Nordic Property Holding SARL. Sedan starten har Offentliga Hus byggt upp en portfölj med 219 samhällsfastigheter om cirka 484 000 kvadratmeter uthyrbar yta på 137 orter i Sverige med ett marknadsvärde för fastigheterna på cirka 7,3 miljarder kronor per 31 mars 2020. Målet är borsnotera Offentliga Hus i år (2020). Som framgår i graf nedan utgör Fastators direktägda fastigheter tillsammans med delägda OH 93 procent av portföljen.

Offentliga Hus har expanderat till ett bestånd om 500 000 kvadratmeter lokaler med ett marknadsvärde på 7,3 miljarder kronor.

#### Fördelning av Fastators tillgångar per 31 mars 2020



Källa: Bolagsinformation

Vår bedömning är att Fastator på sikt vill tillbaka till sin tidigare målbild om fem till sex ungefärligen jämnstora investeringar värda några hundra miljoner kronor vardera. Det kan då också handla om rörelsedrivande bolag med verksamhet riktad mot fastighetssektorn.

### Kan investera i lokala marknader med mindre konkurrens

Fastator kan köpa fastigheter utanför de stora bolagens radarskärm. Bäst löpande avkastning erbjuds utanför de svenska storstadsområdena för fastigheter med ett marknadsvärde inom intervallet från 50 till 100 miljoner kronor. Detta segment brukar vara för stort för de mindre lokala aktörerna och utanför de större bolagens investeringskriterier.

### Strategi och finansiella mål

Fastator har en opportunistisk affärsmodell som påminner om riskkapitalbolagen. Syftet är att köpa en helst undervärderad tillgång. Därefter ska ett förädlingsvärde tillföras och sedan ska tillgången avyttras vid en förmånlig tidpunkt. Innehavstiden kan variera för att få ut det maximala värdet. Det skiljer Fastator från exempelvis en fastighetsfond som brukar ha fastställda innehavstider på exempelvis sju år från köp till försäljning av en fastighetsportfölj. Det leder till tvångsköp i början och tvångsförsäljningar på slutet.

De senaste åren har Fastator gradvis ökat sin belåning för att förvärva fastigheter. En betydande del av denna finansiering har bestått av obligationslån. Räntebärande nettoskuld dividerat med tillgångsportföljen uppgick till 45 procent per 31 mars 2020, som alltså är en relativt låg belåningsgrad. Bolaget styr sin belåning på direktägda fastigheter efter bankernas krav om ofta högst 65 procent belåningsgrad och ett driftnetto från fastigheterna motsvarande 1,5x räntekostnaderna på fastighetens lån.

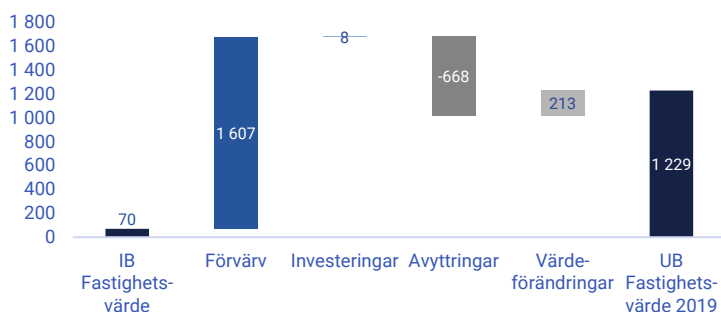
## Direktägda fastigheter

Efter att ha nettosålt huvuddelen av sina direktägda fastigheter under 2016, började Fastator bygga upp ett direktägt eget fastighetsbestånd igen från 2017. Som synes har bolaget av nedanstående diagram köpt fastigheter för 1,6 miljarder kronor under de tre senaste åren, varav cirka 1,3 miljarder kronor under 2019. Detta samtidigt som bolaget sålde en del fastigheter till hälftenägda Offentliga Hus samma år (2019).

Fastator har börjat bygga upp två separata helägda fastighetsbolag vid sidan av Offentliga Hus, dels Point Properties som består av handelsfastigheter (köpcentrum) centralt belägna i medelstora städer som till exempel Motala och Trelleborg. Det andra fastighetsbolaget heter Industrisamhället och består av industri, lager- och logistikfastigheter i olika städer, där bolaget initialt hade ett bestånd i norra Skåne kring Ängelholm. Hyresnivåerna för dessa industrifastigheter brukar ligga i intervallet 400 till 500 kronor per kvadratmeter. Dessa hyresnivåer lär å andra sidan inte sänkas i en lågkonjunktur, möjligen kan vakansgraden öka något. Butikshyresnivåerna i Point Properties är däremot högre, exempelvis cirka 2 000 kronor per kvadratmeter och år i centrala Motala. Hyreskontrakten brukar vara treåriga, enligt vad som är standard på den svenska fastighetsmarknaden.

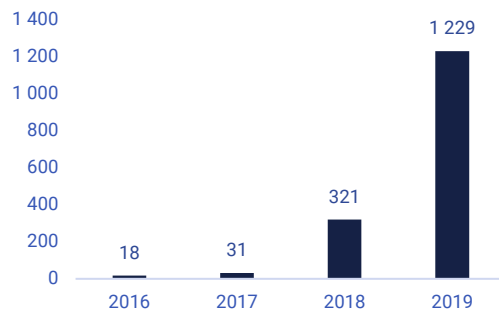
I och med att Fastator och Offentliga Hus i huvudsak letar målobjekt för sina fastighetsinvesteringar utanför storstäderna brukar också direktavkastningen bli något högre än genomsnittet. Vi uppskattar att den löpande avkastningen på de fastighetsförvärv som görs ligger inom intervallet 5-7 procent. Här ger Offentliga fastigheter den lägsta löpande avkastningen, medan industri- och lagerfastigheter kan ge uppåt sju procent direktavkastning. Till det kommer som tidigare nämnts en potential att fylla upp vakanser för några av centrumhandelsfastigheterna i Point Properties. Detta arbete kommer dock att bli krävande att genomföra i början av en lågkonjunktur. Se vidare under vår beskrivning av Point Properties och Industrisamhället senare i denna rapport.

### Aggregerad värdeutveckling 2016-2019 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Värdeutveckling UB, 2016-2019 (MSEK)

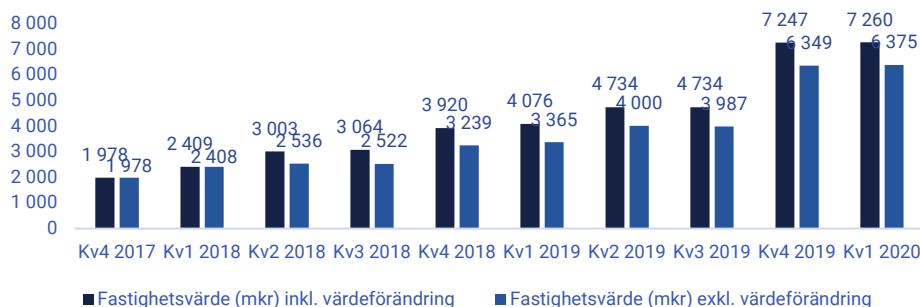


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Offentliga Hus

Offentlig Hus har expanderat snabbt via förvärv sedan mitten av 2018. Totalt har bolaget köpt fastigheter för 1,3 miljarder kronor under 2018 och 3,1 miljarder kronor under 2019. Beståndet har ökat i värde med 666 miljoner kronor under 2018 och ytterligare 227 miljoner kronor under 2019. Per 31 mars 2020 var beståndet värderat till 7 259 miljoner kronor fördelat på 219 fastigheter. Det motsvarar en genomsnittlig uthyrbar yta om 3 000 kvadrater lokaler och ett marknadsvärde om 33 miljoner kronor per fastighet. Det rör sig alltså i genomsnitt om små förvaltningseenheter.

### Offentliga Hus – Tillväxt i fastighetsvärde kvartalsvis kv4/2017-kv1/2020 (MSEK)

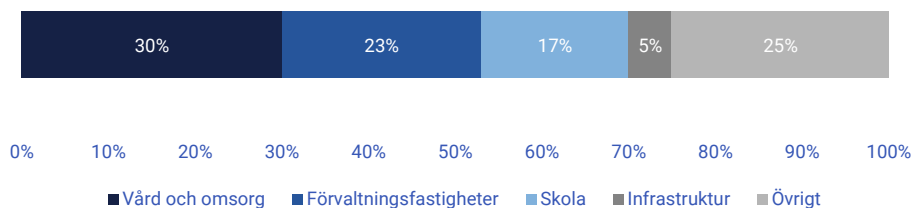


Källa: Bolagsinformation

Vi uppskattar att direktavkastningskravet vid bolagets förvärv legat mellan fem och sex procent, med en dragning nedåt fem procent sedan början av 2019. OH redovisade värdeökningar på sina fastigheter om 232 miljoner kronor helåret 2019. I förhållande till innehaft bestånd i genomsnitt under 2019 motsvarar det cirka fem procents värdeökning. Som en jämförelse värderades Samhällsbyggnadsbolagets fastigheter till 4,3 procent på bokförda marknadsvärden per 31 mars 2020 efter avdrag för centrala administrationskostnader.

Fem procent värdeökning på Offentliga Hus fastigheter under 2019

### Offentliga Hus – Fördelning fastighetsvärde per hyresgästkategori per 31 mars 2020



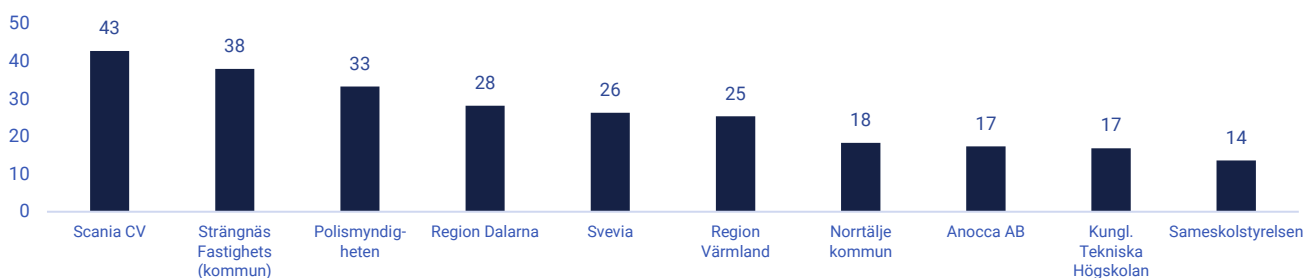
Källa: Bolagsinformation

## Tio största hyresgäster står för 55 procent av hyresintäkterna

Hyresavtalen i Offentliga Hus fastighetsportfölj hade en genomsnittlig löptid på omkring fem år per 31 mars 2020. Ungefär 90 procent av hyresintäkterna kommer från offentliga hyresgäster (stat, kommun och landsting). De tio största hyresgästerna står för 55 procent av de årliga hyresintäkterna. Vakansgraden mätt på hyresvärde uppgår till sex procent, vilket är ganska lågt i branschen (genomsnittlig vakansgrad är omkring tio procent).

Scania, den enskilt största hyresgästen.

### Offentliga Hus – De tio största hyresgästerna efter hyresvärde per 31 mars 2020 (MSEK)

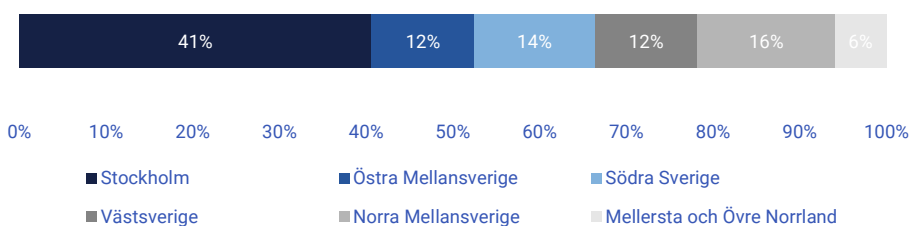


Källa: Bolagsinformation

## 4,5 procent direktavkastning

De årliga hyresintäkterna i Offentliga Hus per 31 mars 2020 uppgick till 470 miljoner kronor med ett driftnetto om 332 miljoner kronor. Det motsvarar en direktavkastning om 4,5 procent före centrala administrationskostnader, alltså i nivå med hur SBB:s fastigheter värderades vid motsvarande tidpunkt. Offentliga Hus har främst investerat utanför de svenska storstadsområdena. Direktavkastningskravet för offentliga fastigheter är lågt även i mindre orter. I praktiken brukar förhöjda driftskostnader för kommunerna lösas med statliga bidrag. Det är bara om lokalerna blir tomma som efterfrågan på den lokala hyresmarknaden får betydelse och då påverkar fastigheternas restvärde.

### Offentliga Hus – Fördelning fastighetsvärde per geografisk region i Sverige



Källa: Bolagsinformation

Regionerna ovan förutom Stockholm är Östra Mellansverige (Östergötland, Södermanland, Uppsala och Västmanland), Södra Sverige (Skåne, Blekinge, Småland, Öland och Gotland), Västsverige (Västra Götaland och Halland), Norra Mellansverige (Värmland, Dalarna och Gävleborgs län) samt Mellersta och Övre Norrland (Västernorrlands, Jämtlands, Västerbottens och Norrbottens län).

Offentliga Hus äger 34 procent i Studentbostäder Sverige AB. Detta innehav uppkom när ett gemensamt bolag bildades 2018 för studentbostäder tillsammans med Amasten och Samhällsbyggnadsbolaget. Dessa tre apportionerade in fastigheter i Studentbostäder Sverige AB mot betalning i nyemitterade aktier.



## Historiska och prognostiserade räkenskaper, OH

I nedanstående tabell redovisar vi det faktiska resultatutfallet 2018-2019 för Offentliga Hus samt våra resultatprognoser för åren 2020-2022. Vi räknar med att bolaget fortsätter att netto investera i fastigheter de kommande tre åren. Vidare räknar vi med att bolaget gradvis förbättrar överskottsgraden i förvaltningen från 66 procent 2019 till 69,9 procent 2022.

### Resultaträkning, Offentliga Hus 2018-2022P (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Hysesintäkter	207,6	320,1	471,5	497,4	527,5
Övriga intäkter	7,6	2,6	9,6	6,1	6,3
<b>Totala intäkter</b>	<b>215,2</b>	<b>322,7</b>	<b>481,1</b>	<b>503,5</b>	<b>533,7</b>
Fastighetskostnader	-61,7	-111,5	-158,4	-156,7	-164,9
<b>Driftnetto</b>	<b>153,5</b>	<b>211,2</b>	<b>322,8</b>	<b>346,8</b>	<b>368,9</b>
		<b>66,0%</b>	<b>68,5%</b>	<b>69,7%</b>	<b>69,9%</b>
Central administration	-40,5	-36,5	-41,8	-42,7	-43,5
Värdeförändring fastigheter	666,2	227,1	-48,1	100,0	125,0
Resultat från intresseföretag	18,0	-3,0	7,0	14,0	24,2
<b>EBIT</b>	<b>797,1</b>	<b>398,8</b>	<b>239,9</b>	<b>418,1</b>	<b>474,6</b>
Ränteintäkter, externa	4,1	1,0	0,9	0,9	1,0
Räntekostnader, externa	-78,0	-103,0	-156,2	-169,1	-180,4
Övriga finansiella kostnader	-8,2	-10,2	-21,8	-19,4	-20,2
Värdeförändring derivat	-3,1	-10,0	-4,8	0,0	0,0
Finansnetto	-85,3	-122,2	-181,9	-187,6	-199,6
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>711,8</b>	<b>276,6</b>	<b>58,0</b>	<b>230,5</b>	<b>274,9</b>
Aktuell skatt	-4,7	-20,4	-6,7	-11,5	-13,7
Uppskjuten skatt	-160,5	-46,4	12,1	-36,0	-42,9
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>546,7</b>	<b>209,8</b>	<b>63,4</b>	<b>183,0</b>	<b>218,3</b>
Årets resultat från avvecklad verksamhet	7,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa periodens resultat</b>	<b>554,6</b>	<b>209,8</b>	<b>63,4</b>	<b>183,0</b>	<b>218,3</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nedan följer OHs historiska och prognostiserade balansräkning, 2020-2022.

### Balansräkning, Offentliga Hus 2018-2022P (MSEK)

	2 018	2019	2020P	2021P	2022P
Förvaltningsfastigheter	3 915,1	7 246,9	7 524,9	8 124,9	8 849,9
Tomträtt, nyttjanderätt	0,0	9,4	47,5	47,5	47,5
Inventarier	6,4	5,6	4,5	3,0	1,4
Pågående projekt	16,5	5,9	0,0	0,0	0,0
Andelar i intresseföretag	138,3	195,1	205,2	219,2	243,5
Finansiella anläggningstillgångar	0,0	48,0	58,2	58,2	58,2
Derivat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4 076,3</b>	<b>7 510,9</b>	<b>7 840,3</b>	<b>8 452,9</b>	<b>9 200,5</b>
<b>Omsättningstillgångar</b>					
Kortfristiga fordringar	112,1	134,4	292,2	365,4	441,5
Likvida medel	77,2	116,8	398,7	254,9	77,9
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>189,3</b>	<b>251,2</b>	<b>690,8</b>	<b>620,3</b>	<b>519,4</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>4 265,6</b>	<b>7 762,1</b>	<b>8 531,1</b>	<b>9 073,2</b>	<b>9 720,0</b>
<b>Eget kapital</b>					
Aktiekapital	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Övrigt tillskjutet kapital	414,7	1 528,3	1 221,7	1 221,7	1 221,7
Hybridobligation	0,0	0,0	545,2	505,5	465,8
Balanserad vinst eller förlust	956,7	1 141,5	1 131,9	1 315,0	1 533,2
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 371,9</b>	<b>2 670,3</b>	<b>2 899,4</b>	<b>3 042,8</b>	<b>3 221,4</b>
<b>Skulder</b>					
Uppskjutet skatteskuld	264,3	310,7	292,6	328,6	371,5
Skulder till kreditinstitut	1 768,6	3 009,1	3 285,2	3 494,0	3 744,6
Obligationslån	683,6	1 238,9	1 290,3	1 372,5	1 471,1
Leasingskulld	0,0	0,0	47,5	47,5	47,5
Derivat	3,1	12,0	16,8	16,8	16,8
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>2 719,6</b>	<b>4 570,7</b>	<b>4 932,4</b>	<b>5 259,3</b>	<b>5 651,4</b>
<b>Räntebärande skulder</b>	<b>54,0</b>	<b>145,5</b>	<b>143,7</b>	<b>152,7</b>	<b>163,5</b>
Ej räntebärande skulder	120,1	375,6	555,6	618,4	683,6
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>174,1</b>	<b>521,1</b>	<b>699,3</b>	<b>771,1</b>	<b>847,2</b>
<b>Summa skulder</b>	<b>2 893,7</b>	<b>5 091,8</b>	<b>5 631,7</b>	<b>6 030,4</b>	<b>6 498,6</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>4 265,6</b>	<b>7 762,1</b>	<b>8 531,1</b>	<b>9 073,2</b>	<b>9 720,0</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nedan följer bolagets kassaflödesanalyser för 2018-2019 samt våra prognoser för 2020.-2022. Vi har antagit att börsnoteringen av Offentliga Hus genomförs genom en kombinerad försäljning av nyemitterade aktier samt en försäljning av en del av nuvarande ägares befintliga aktier i bolaget. Den antagna spridningsemissionen i Offentliga Hus antas ge 250 miljoner kronor netto till bolaget under 2020.

### Kassaflöde, Offentliga Hus 2018-2022P (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Den löpande verksamheten</b>					
EBIT-resultat	113,0	174,7	281,0	304,1	325,3
Av- och nedskrivningar	0,6	2,2	1,3	1,5	1,6
Övriga ej kassaflödespåv. poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erhållen ränta	0,2	0,0	0,7	0,9	1,0
Betald ränta och övr. finansiella kostnader	-80,7	-95,0	-167,5	-188,5	-200,6
Betalda inkomstskatter	-8,6	-1,2	-6,5	-11,5	-13,7
	24,4	80,7	108,9	106,4	113,5
<b>Förändring rörelsekapital</b>					
Delta rörelsefordringar	-130,2	-53,0	-150,6	-73,2	-76,2
Delta rörelseskulder	101,0	223,7	198,2	62,8	65,3
<b>Kassaflöde från den löp. verksam.</b>	<b>-4,7</b>	<b>251,3</b>	<b>156,5</b>	<b>96,0</b>	<b>102,6</b>
<b>Investeringar</b>					
Investeringar i fastigheter	-1 304,4	-3 185,8	-412,2	-500,0	-600,0
Avyttring fastigheter	6,0	59,1	7,1	0,0	0,0
Investering i intressebolag	0,0	-49,6	0,0	0,0	0,0
Investering i i övriga finansiella tillgångar	0,0	0,0	-10,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från invest.verksam.</b>	<b>-1 298,4</b>	<b>-3 176,3</b>	<b>-415,1</b>	<b>-500,0</b>	<b>-600,0</b>
<b>Finansiering</b>					
Nyemission aktier, teckningsoptioner	0,0	7,1	250,0	0,0	0,0
Hybridobligation	0,0	564,9	0,0	0,0	0,0
Upptagna lån	1 355,9	1 948,0	547,0	300,0	360,0
Amortering av låneskuld	-314,3	-80,5	-216,9	0,0	0,0
Aktieägartillskott	0,0	550,0	0,0	0,0	0,0
Betald utdelning hybridobligation	0,0	0,0	-39,7	-39,7	-39,7
Lämnad utdelning	-25,0	-25,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde från fin.verksam.</b>	<b>1 016,6</b>	<b>2 964,6</b>	<b>540,4</b>	<b>260,3</b>	<b>320,3</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>-286,5</b>	<b>39,6</b>	<b>281,9</b>	<b>-143,7</b>	<b>-177,1</b>
<b>Avgående kassa avvecklad verksamhet</b>	<b>-4,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Likvida medel, periodens börj.	360,3	77,2	116,8	398,7	254,9
<b>Likvida medel, periodens slut</b>	<b>77,2</b>	<b>116,8</b>	<b>398,7</b>	<b>254,9</b>	<b>77,9</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Point Properties

Point Properties är ett av Fastator helägt fastighetsbolag och det värdemässigt näst största i portföljen. Här har tolv förvärvade lokala centrumfastigheter i södra och mellersta Sverige med 88 000 kvadratmeteruthyrbar yta lagts in. Fastigheterna i Point Properties var värderade till 781 miljoner kronor per 31 mars 2020.

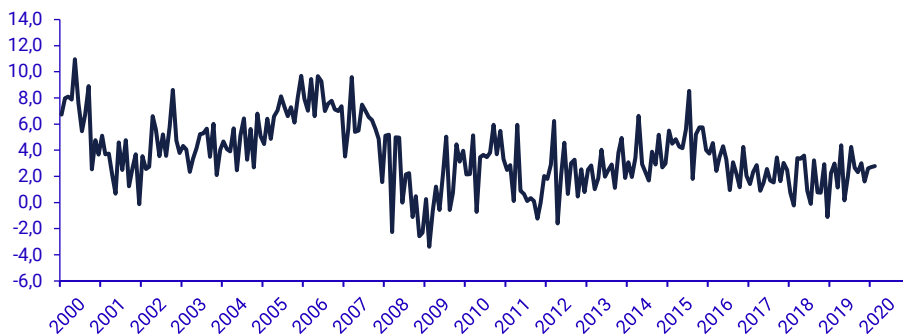
### Centrumhandel i medelstora städer

De senaste köpen bestod av en centrumfastighet i Motala respektive Trelleborg. I Trelleborg köpte bolaget Valen-gallerian för cirka 222 miljoner kronor med Skandia som säljare. Köpeskillingen motsvarade endast 8,0x hyresvärdet och cirka 13 000 kronor per kvadratmeter, vilket sannolikt förklaras av större vakanser. I centrala Motala betalade Point Properties 126 miljoner kronor motsvarande 7,0x hyresvärdet, där vakansgraden uppgick till 26 procent. Givet en antagen överskottsgrad om 65 procent motsvarar det en direktavkastning på 6,5 procent, vilket givetvis kan förbättras. Direktavkastningskravet för centrumhandelsfastigheter i medelstora svenska städer ligger ofta i intervallet 6,0-6,5 procent.

Centrumhandel i medelstora städer men även stadsdelscentrum i större städer har varit pressade sedan ett decennium tillbaka. Initialt var det köpcentrum som fortfarande då expanderade och växte i Sverige, trots en motsatt utveckling i USA. Efter Lehmankraschen 2008 har en växande e-handel hämmat utvecklingen för köpcentrum och externhandel i större utsträckning än lokal centrumhandel. Samtidigt fungerar centrumhandel fortfarande som lokala mötesplatser. Värde av att ha sina lokaler i bästa läget i medelstora städer bedömer vi fortfarande som högt.

Som en del av sitt centrumutvecklingsprojekt har Fastator (Point) tagit fram 60 000 kvadratmeter hyresbyggrätter fördelat på 760 lägenheter. Tanken är alltså göra dessa centrumfastigheter mer levande genom att addera nyproducerade bostadslägenheter.

### Detaljhandelns försäljningsvolym (utveckling) i Sverige 2000-2019/20



Källa: SCB

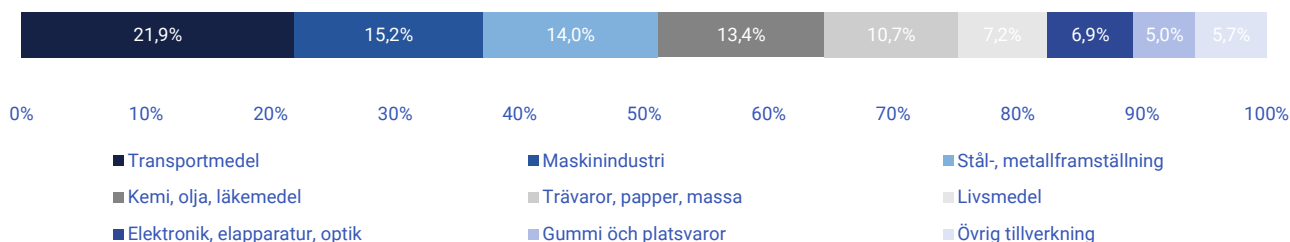
## Industrisamhället

Det tredje största fastighetsbolaget hos Fastator är Industrisamhället som härstammar från Portvakten Industrifastigheter i Ängelholm. Industrisamhället hade per 31 mars 2020 fastigheter till ett marknadsvärde om 433 miljoner kronor. Bolaget har från sin tidigare bas i Skåne expanderat till utvalda tillväxtorter i övriga Sverige. Fastigheterna rymmer lätt industri, lager, logistik och kontor. Hyresgästerna är mindre och medelstora företag.

## Industrifastigheter som representerar det lokala näringslivet

Portföljen omfattar 111 000 kvadratmeter uthyrbar yta. Det innebär att fastigheterna i genomsnitt värderas till 3 900 kronor per kvadratmeter, vilket väsentligt understiger nyproduktionskostnaden. Det sistnämnda ökar chansen att behålla befintliga hyresgäster, då nyproduktion annars är ett vanligt alternativ i samband med flytt.

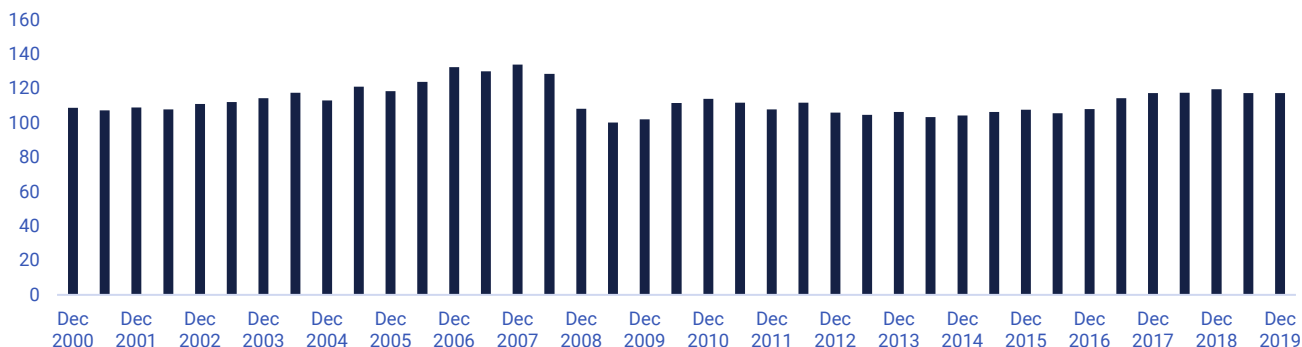
## Den svenska industriproduktionens sammansättning 2019



Källa: Ekonomifakta

Industriproduktionen är cyklisk. Uppgången i industriproduktionen från år 2000 till 2008 var mycket kraftig (+33 procent). Den följdes av 2009 med det djupaste nedgången sedan andra världskriget ned till ungefär utgångspunkten år 2000. Därefter började en återhämtning från år 2010, där tillverkningsindex fram till år 2020 hade ökat med 19 procent enligt Ekonomifakta. Men det är fortfarande långt kvar till toppen från år 2008.

## Sveriges Industriproduktionsindex 2000-2019 (index=100 i januari 2000).



Källa: Ekonomifakta

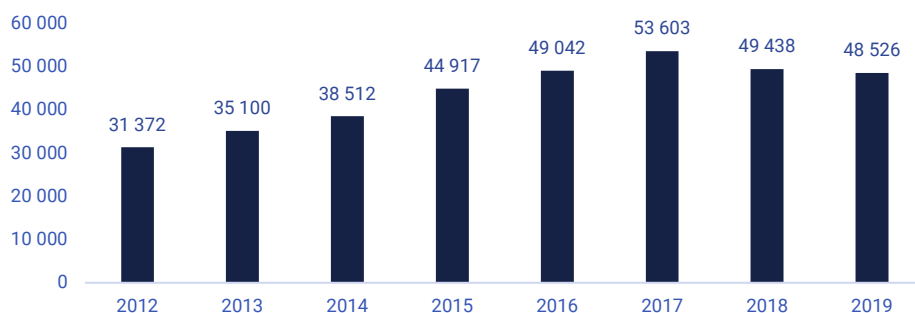
## Genova Fastator Holding

I Fastators portfölj finns också ett hälftenägande av GenovaFastator Holding, ett bolag som äger en handelsfastighet om 2 200 kvadratmeter uthyrbar yta i Sickla, Nacka kommun sydöst om Stockholm. En detaljplan var tidigare under framtagande för omvandling till bostäder i ett höghus, men projektet har skjutits framåt i tiden. Orsaken är den avmattning som skett för priset på nyproducerade bostadsrätter inte minst i Stockholmsregionen sedan andra halvåret 2017.

Prisutvecklingen för bostadsrättslägenheter i Nacka kommun syns i diagrammet nedan. När bostadsrättsmarknaden stod på topp år 2017 var en byggrätt för bostäder i centrala Nacka värd omkring 20 000 kronor per kvadratmeter BTA. Enligt vad vi erfar har kommunen sänkt sina byggrättspriser från tidigare 18 000 kronor ned till 15 500 kronor per kvadratmeter, men det finns få köpare även på denna lägre nivå. Om vi värderar en bostadsbyggrätt i Sickla till 12 000 kronor per kvadratmeter skulle en byggrätt på 30 000 kvadratmeter BTA (den volym som bolaget siktade på 2017) motsvara ett värde på 360 miljoner kronor, varav hälften alltså 180 miljoner kronor då skulle tillfalla Fastator.

Fastator har bokfört sitt innehav till omkring 150 miljoner kronor vilket nästan motsvaras av de 140 miljoner kronor som Fastator har förtur till i utdelning från det gemensamägda bolaget. Huvuddelen av detta innehav är preferensaktier.

### Prisutveckling bostadsrättslägenheter i Nacka kommun 2012-2019 (kronor per kvm)



Källa: Mäklarstatistik

## Nordic PM

**Förvaltar fastigheter i hela Sverige:** Under tredje kvartalet 2016 köpte Fastator förvaltningsfirman Nordic PM för 14 miljoner kronor och har idag en ägarandel om 64 procent. Nordic PM redovisade intäkter på 101,4 miljoner kronor och ett resultat efter finansnetto om 4,4 miljoner kronor för räkenskapsåret 2019. Nordic PM förvaltar totalt 1,7 miljoner kvadratmeter fastighetsytor från Malmö i södra Sverige till Karesuando i norr och har Offentliga Hus på sin kundlista.

Under fjärde kvartalet 2019 förvärvade Nordic PM bolagen Svenska Installationsproffsen AB och Centric AB. Det sistnämnda bolaget finns i Linköping och erbjuder fastighetservice och markentreprenader. Centric AB redovisade en omsättning på 25,6 miljoner kronor och ett resultat efter finansnetto om 2,2 miljoner kronor helåret 2019. Svenska Installationsproffsen har sitt säte i Skärholmen, Stockholm och erbjuder installationstjänster inom el, AV-teknik och fiberoptik. Svenska Installationsproffsen nådde en omsättning på 22,5 miljoner kronor med ett resultat efter finansnetto om 0,6 miljoner kronor helåret 2019. Sammantaget kommer alltså Nordic PM-gruppen proforma efter dessa förvärv upp i en omsättning om 149 miljoner kronor för 2019.

Förutsättningen för lönsamhet i förvaltningsbranschen bygger till stor del på skalfördelar vilket ger möjlighet till billigare inköp. En annan viktig faktor för lönsamheten är kluster med tillräckligt mycket personal på ett antal orter med en hög beläggning lokalt. I dessa orter lönar det sig på marginalen att addera nya kunduppdrag, men däremot inte på orter där firman inte finns representerad med personal sedan tidigare. Uppdraget för Offentliga Hus i sig ger Nordic PM sådana lokala skalfördelar på många orter i Sverige.

Efterfrågan på extern fastighetsförvaltning drivs av omväxlande trender för in- och outsourcing av dessa tjänster från fastighetsägares sida. De större bestånden (främst institutionella ägare som Alecta, Folksam, SEB Trygg Lov med flera) brukar omfattas av konkurrensutsatta upphandlingar av förvaltningstjänsterna.

Några konkurrenter till Nordic PM inom fastighetsförvaltning i Sverige är Newsec, Savills, Coor, ISS och Hestia. De två förstnämnda har en slagsida mot institutionella och utländska fastighetsägare, medan övriga aktörer har en mer diversifierad kundstock. Konsolideringen i branschen gjorde sig påmind år 2013 när Newsec förvärvade Jones Lang Lasalles förvaltningsverksamhet i Sverige.

## Marknad, makro och demografi

Samhällsfastigheter som är Offentliga Hus huvudmarknad med stat, kommun och landsting som hyresgäster ger stabila hyresförhållanden och normalt längre löptider på hyreskontrakten, vilket är eftertraktat. Marknaden för handel och industri är mer konjunkturkänslig, även om Fastator har investerat i delsegment som historiskt har varit något mindre volatila.

### Säkra betalande hyresgäster

Offentliga hyresgäster inklusive kommun och landsting är mer säkra betalare än privata företag. Detta eftersom hyres- och andra betalningar ytterst garanteras av den svenska staten. Det gör att skillnaden mellan att ha en offentlig hyresgäst i exempelvis Ludvika eller Uppsala inte skiljer sig åt annat än restvärdet, det vill säga vad lokalerna kan hyras ut för när gällande hyreskontrakt har löpt ut.

Svenska staten garanterar kommunernas och landstingens betalningar. Mycket av det sker via statsbidrag.

Offentliga hyresgäster tenderar att sitta längre i samma lokaler jämfört med privata hyresgäster och dessutom betala något mer. Bakgrunden till det är sannolikt att det privata vinstintresset och därmed också besparingskrav styr mer i privata företag än hos offentliga myndigheter. De offentliga myndigheterna kan också få ålägganden som kräver en snabb och kostsam lokalexpansion. Ett sådant exempel är Migrationsverket i samband med flyktingkrisen år 2015.

### Verkar utanför storstäderna

Offentliga Hus verkar i ett segment av samhällsfastigheter utanför storstadsområdena. Det märks om man studerar hyresnivån som ligger på cirka 1 000 kronor per kvadratmeter och år. Det kan jämföras med Samhällsbyggnadsbolaget (SBB i Norden) som ligger på nivån 1 200 kronor per kvadratmeter och år efter övertagande av Hemfosas fastigheter.

### Konkurrenter ofta ägda av pensionskapital

Exempel på konkurrenter till Offentliga Hus är förutom SBB i Norden, Stenvalvet (ett institutionellt ägt och onoterat fastighetsbolag), Vacse (ägt av några större svenska företags pensionsstiftelser) samt Diös och NP3 i Norrland och Dalarna (främst regionstäderna där). Inom segmentet vårdfastigheter finns sedan nyligen Sehlhall Fastigheter med familjen Hirsch och Carl-Henric Svanberg som ägare. De allra största bolagen i sektorn är pensionskapital-ägda Vasakronan, Hemsö och Rikshem (det sistnämnda dock med huvudsaklig inriktning mot bostäder).

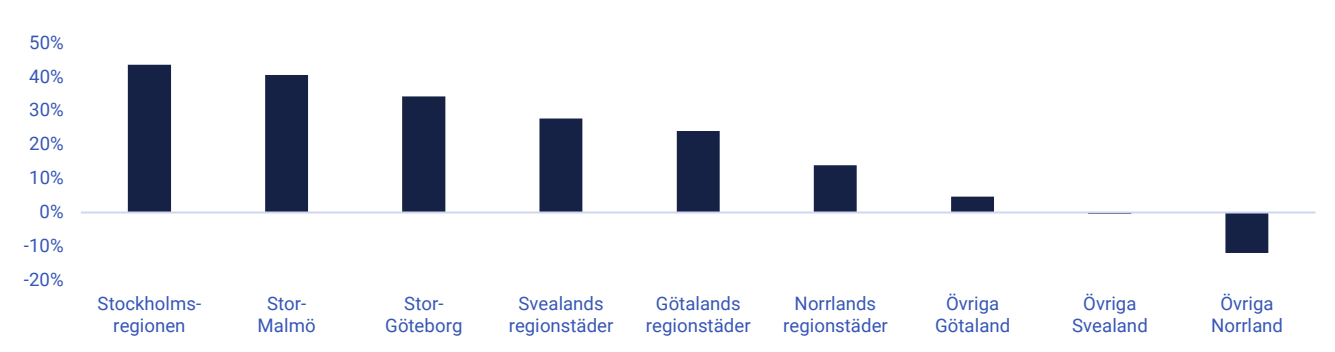
Dagens låga ränteläge har ökat pensionskapitalets efterfrågan på fastigheter. Inte minst gäller det de fastigheter som till en låg risk ger en hög löpande avkastning och därmed fungerar ungefär som en obligation med möjlighet till extra avkastning. Det har pressat ned avkastningskravet på samhällsfastigheter till nivåer omkring fyra till fem procent. Som samhällsfastigheter räknar vi in alla typer av offentliga hyresgäster - inte bara vård, skola och omsorg utan även till exempel lokaler för polis och brandkår samt kommunala förvaltningar. Den starka svenska fastighetsmarknaden med allt lägre avkastningskrav har fått flera av de större aktörerna som SBB i Norden, Hemfosa, Hemsö med flera bolag i sektorn att bredda sin investeringshorisont mot övriga Norden. Samhällsfastigheter i Finland, Norge och Danmark erbjuder en något högre direktavkastning än i Sverige.

### Tydligt uppdelad marknad

Den svenska marknaden för offentliga fastigheter är uppdelad i kommuner med goda respektive mindre goda ekonomiska och demografiska tillväxtutsikter. De kapitalstarka pensionsägda fastighetsbolagen föredrar investeringar i tillväxtkommunerna. Skillnaden mellan kommuner med olika tillväxtförutsättningar syns mest i fastigheternas restvärde (baserat på driftnetto efter år tio i kassaflödeskalkylen). För en samhällsfastighet innebär det högre avkastningskrav utanför storstadsområdena. Behovet är ofta minst lika stort i mindre landsortskommuner och landsting, vilka brottas med stigande pensionskostnader och som öppnar upp för affärsmöjligheter även där.



### Befolkningsförändringar 1991-2019 i storstäder, regionstäder och övriga Sverige



Källa: SCB, Carlsquare.

## Stora demografiska skillnader inom Sverige

Befolkningen ökar snabbt i stor- och regionstäderna i Sverige, medan den stagnerar eller minskar i mindre kommuner och mest tydligt i Norrland. Det framgår tydligt om man mäter befolkningsförändringar på längre sikt (exempelvis från 1991 som ovan). Det finns dock nyanser som att även Norrlands regionstäder har en befolkningstillväxt medan inlandet minskar ganska kraftigt. De senaste åren har i stort sett hela landet haft en kraftigt ökad invandring. Vi bedömer dock att denna period som nådde sin topp strax efter 2015 är över för denna gång. Skillnaden i en fastighets marknadsvärde syns i dess restvärde (den del av nuvärdet av fastighetens kassaflöde som ligger bortom år tio i prognosperioden och/eller efter hyreskontraktens utgång). På en samhällsfastighet höjer det avkastningskravet utanför storstadsområdena.

Befolkningsökningen har varit koncentrerad till stor- och regionstäder i Sverige.

## Industri och handel utvecklas i linje med konjunkturen

För Fastators övriga två huvudsegment industri och centrumnära handel i medelstora städer följer dessa i stor utsträckning konjunkturutvecklingen. Hyrestillväxten är dock begränsad inom dessa segment i de städer där Industrisamhället och Point Properties verkar. Kopplingen till de demografiska förändringarna samt vad ägaren kan utträta genom utveckling av fastigheterna är uppenbar. Fördelen med industri-, lager- och logistikfastigheter är att låga fastighetsvärden per kvadratmeter skyddar mot konkurrens i form av nyproduktion av alternativa lokaler till hyresgästerna. Detta fenomen är väsentligt vanligare i storstäderna.

## Jämförbara bolag

Vi har tagit fram nyckeltal för 27 av de större noterade fastighetsbolagen samt Offentliga Hus. Det är svårt att hitta jämförbara bolag till Fastator, eftersom bolaget är tämligen unikt i sin roll som investeringsbolag inom flera olika segment av fastighetssektorn.

### Börsnoteringsvärdet på Offentliga Hus blir viktigast

Den för Fastator viktigaste faktorn i år är vilken prislapp Offentliga Hus får som noterat bolag. En utmaning i prissättningen av Offentliga Hus är att bolagets fastighetsbestånd huvudsakligen ligger utanför storstadsområdena. Det ger en högre löpande avkastning men också en större känslighet i värdena givet mindre likvida lokala investeringsmarknader. Förhoppningsvis kan Stockholmsbörsen ta till sig att hyresintäkter från offentliga hyresgäster är säkra trots geografin.

Lyckas Offentliga Hus sänka sina räntekostnader ned mot sektorns genomsnitt skulle det kunna lyfta Fastator-aktiens värde med 27 kronor.

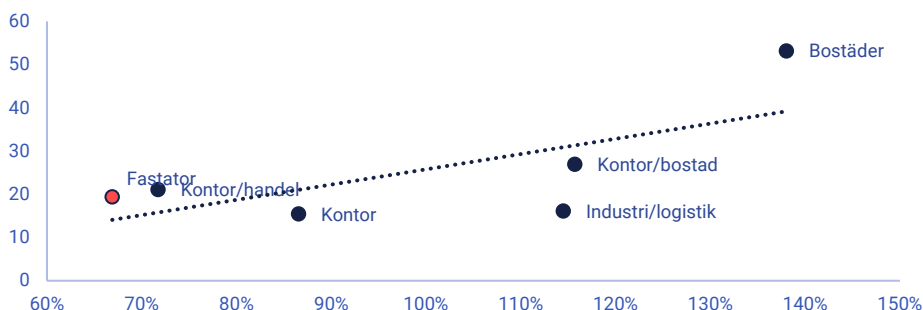
Det finns en stor potential om Offentliga Hus, likt Samhällsbyggnadsbolaget, skulle kunna få ned sina räntenivåer från dagens 3,5 procent ned mot 2,0 procent-nivån. Det skulle motsvara en ökad intjänning efter schablonskatt om cirka 54 miljoner kronor för Offentliga Hus del, vilket givet ett P/E-tal på 15x skulle motsvara omkring 810 miljoner kronor mer i börsvärde för bolaget. Av detta skulle 405 miljoner kronor tillfalla Fastator, motsvarande 27 kronor per aktie efter utspädning av teckningsoptioner.

### Investmentbolagsrabatt eller premie

Som ägarbolag finns en bevisbördas kring förmågan att tillföra värde via aktiv förvaltning. Etablerade investmentbolag har historiskt ofta handlats med en substansrabatt. En anledning är att placerare sällan vill ha exakt den tillgångsportfölj som respektive bolag äger. En annan orsak är att investmentbolagen anses vara maktspelare. I fastighetssektorn är Rutger Arnhultsfären med Corem huvudägare i Klövern en sådan aktör. Här hittar vi också Brinova som efter att ha handlats till en större substansrabatt som investmentbolag för Paulsson-sfärens fastighetsbolag köptes bort från börsen 2012, för att återkomma ett år senare som ett renodlat fastighetsbolag.

Nedanstående positioneringsdiagram visar Fastator-aktiens värdering i förhållande till P/E (värdering relativ intjäningsförmåga före värdeförändringar och efter schablonskatt) på y-axeln samt P/EK (börsvärde dividerat med eget kapital) längs x-axeln. Som synes är Fastator-aktien lågt värderad i förhållande till substansvärde jämfört med hela fastighetsbolagsgrupper sorterad efter fastighetskategori. Vad gäller värdering efter intjäningsförmåga ligger Fastator mer som genomsnittet för fastighetssektorn. Klart högst värderat efter bägge nyckeltalen är de bostadsägande bolagen.

#### Värdering av Fastator samt fem grupper av noterade fastighetsbolag efter P/E och P/EK

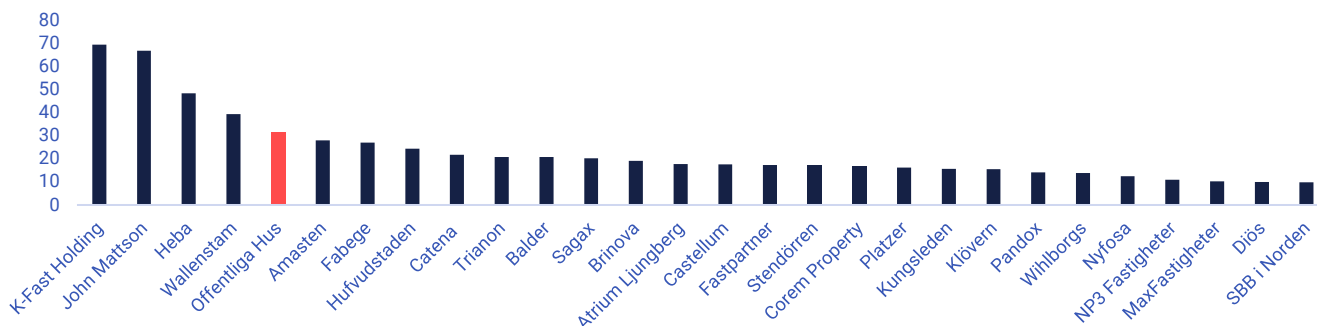


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Jämförbar värdering

I nedanstående graf har vi tagit fram några nyckeltal för Stockholmsbörsens 27 förvaltande fastighetsbolag samt Offentliga Hus till ett hypotetiskt börsvärde om 2000 miljoner kronor. På den nivån tycker vi att Offentliga Hus hamnar på en rimlig värderingsnivå i förhållande till övriga bolag i sektorn.

### Värdering av bolagens fastigheter efter P/E-tal på intjäningsförmåga (OH i rött)



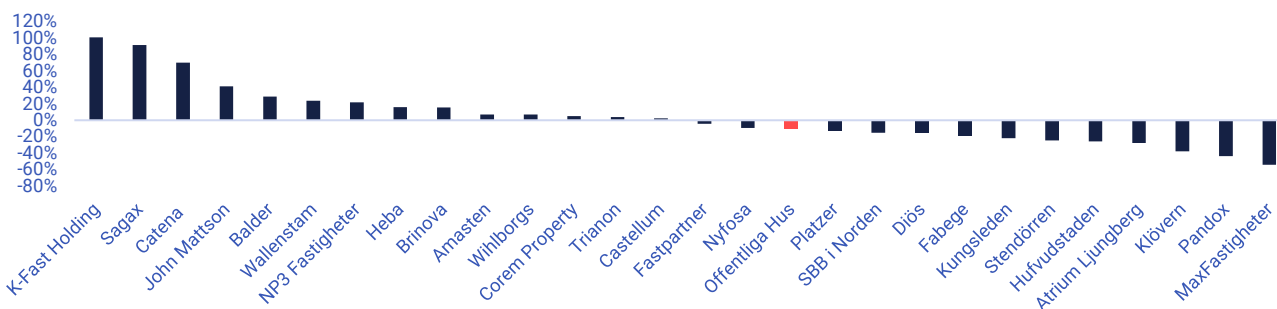
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Den första kategorin ovan är PE-tal på intjäningsförmågan definierad som driftnetto från fastigheterna minus centrala administrationskostnader och finansnetto men före värdeförändringar på fastigheter och derivat. Denna intjäningsförmåga har belastats med 20,6 procent schablonskatt. Som synes hamnar fyra bostadsbolag först i rankingen, följt av Offentliga Hus på en femte plats. Det genomsnittliga PE-talet för sektorn ligger på 23x, medan Offentliga Hus givet detta börsvärde skulle handlas till PE 31x. Vi har subtraherat utdelningen på Offentliga Hus hybridobligation på det beräknade förvaltningsresultatet. Corem som har ett stort innehav i Klöver'n värderas till PE 17x sin intjäningsförmåga, medan SBB i Norden ligger lägst i sektorn med PE 10x.

## Substansvärdering

I nästa kategori har vi lagt in börsvärdering i förhållande till bolagens substansvärden i en ranking från högst premie till störst rabatt. I substansberäkningen har övervärden på fastigheter belastats med 10 procent latent skatt. K-Fast Holding och Sagax hamnar på substanspremier motsvarande 101 respektive 94 procent. I andra ändan hittar vi Klöver'n (kommersiella lokaler varav främst kontor) samt MaxFastigheter (externhandel) som handlas till 41 respektive 56 procent rabatt på sina substansvärden. Före Coronakrisen handlades i stort sett bara MaxFastigheter till en rabatt på omkring tio procent. Offentliga Hus hamnar på tio procent substansrabatt givet vårt antagna börsvärde om 2 000 miljoner kronor.

### Värdering av fastighetsbolagen efter högst substanspremie till störst rabatt (OH i rött)

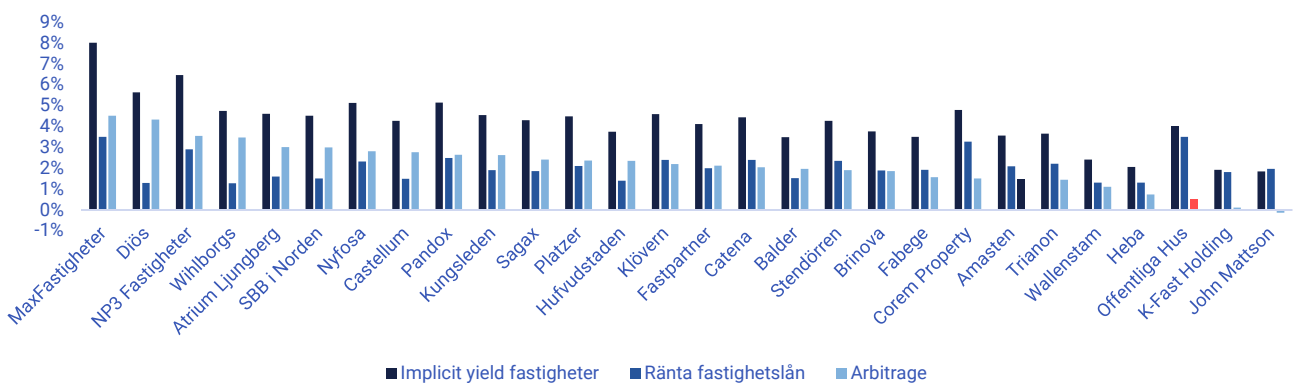


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Arbitrage mellan direktavkastning och räntenivå

I den tredje värderingskategorin jämför vi skillnaden mellan det implicita avkastningskravet på bolagets fastighetsvärde (härlett via börsvärdet i förhållande till bokfört eget kapital), minus bolagets genomsnittliga räntekostnad. Ett högt arbitrage indikerar att bolaget kan belönas med en stigande aktiekurs om de köper fler fastigheter till samma avkastningsnivå och lyckas finansiera köpen till den låga räntenivån. I denna kategori har MaxFastigheter, Diös, NP3 Fastigheter och Wihlborgs de bästa arbitragen mellan yield på fastigheterna och den genomsnittsränta respektive bolag betalar. Offentliga Hus hamnar på en 26:e plats med 0,5 procent arbitraget. Det finns en stor potential för Offentliga Hus om bolaget skulle lyckas sänka sin genomsnittliga ränta på lånen från nuvarande 3,5 procent ned mot 1,8 procent som är sektorns genomsnitt. SBB i Norden har lyckats med detta efter sin börsnotering.

### Bolagens arbitrage (högst till lägst) = yield på fastigheter minus räntekostnad (OH i rött)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Historik och prognoser

**Resultat-, balansräknings- och kassaflödesprognoser 2018-2022:** I nedanstående tabeller återfinns historiskt utfall vad gäller Fastator-koncernens resultat- och balansräkningar samt kassaflödesanalys under 2018 och 2019 och våra prognoser för åren 2020-2022.

Fastator har en stabil intjäning från en växande helägd fastighetsportfölj. Detta har finansierats med upptagande av nya lån. Bolagets räntekostnader är ganska höga, men kassaflödet från fastigheterna ger ändå en positiv resultat effekt, netto.

### Resultaträkning, Fastator 2018-2022P (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Nettoomsättning	109,3	214,9	284,8	318,7	376,4
Övriga rörelseintäkter	2,4	3,5	0,3	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>111,7</b>	<b>218,4</b>	<b>285,1</b>	<b>318,7</b>	<b>376,4</b>
Kostnader för ersättning till anställda	-40,6	-64,8	-96,2	-98,2	-100,1
Övriga rörelsekostnader	-53,7	-118,5	-42,6	-17,9	-36,0
Avskrivningar	-6,0	-6,3	-4,5	-2,5	-2,4
Värdeförändringar fastigheter	32,7	785,9	7,5	45,0	60,0
Resultat från intresseföretag	308,6	-230,4	106,6	62,7	78,1
<b>EBIT</b>	<b>352,7</b>	<b>584,3</b>	<b>255,8</b>	<b>307,8</b>	<b>376,1</b>
Just. EBIT	350,3	580,7	255,5	307,8	376,1
<b>EBITDA</b>	<b>358,7</b>	<b>590,6</b>	<b>260,4</b>	<b>310,3</b>	<b>378,4</b>
Just. EBITDA	356,3	587,1	260,0	310,3	378,4
Finansnetto	-20,2	-54,7	-81,4	-89,5	-95,2
<b>Resultat efter finansiella poster</b>	<b>332,5</b>	<b>529,6</b>	<b>174,4</b>	<b>218,2</b>	<b>280,8</b>
Just. Resultat efter finansiella poster	330,1	526,0	174,1	218,2	280,8
Aktuell skatt	-1,5	-3,4	-18,2	-21,7	-28,1
Uppskjuten skatt	-10,8	-42,3	-28,7	-23,0	-29,8
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>320,2</b>	<b>483,8</b>	<b>127,5</b>	<b>173,5</b>	<b>223,0</b>
Just. resultat efter skatt	317,8	480,3	127,2	173,5	223,0
Hänförligt till moderbolaget	317,9	482,1	124,9	169,0	218,5
Hänförligt till innehav utan bestäm. inflytande	2,3	1,7	2,7	3,4	4,5
<b>Tillväxt</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Nettoomsättning	624%	97%	33%	12%	18%
Totala intäkter	607%	95%	31%	12%	18%
EBITDA	1186%	65%	-56%	19%	22%
Just. EBITDA	1296%	65%	-56%	19%	22%
EBIT	1223%	66%	-56%	20%	22%
Just. EBIT	1250%	66%	-56%	20%	22%
Resultat efter finansiella poster	1280%	59%	-67%	25%	29%
Just. Resultat efter finansiella poster	1310%	59%	-67%	25%	29%
Resultat efter skatt	1273%	51%	-74%	36%	29%
Just. resultat efter skatt	1304%	51%	-74%	36%	29%
<b>Marginaler</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
EBITDA-marginal	321%	270%	91%	97%	101%
Just. EBITDA-marginal	319%	269%	91%	97%	101%
EBIT-marginal	316%	268%	90%	97%	100%
Just. EBIT-marginal	314%	266%	90%	97%	100%
Resultat efter finansiella poster-marginal	298%	242%	61%	68%	75%
Just. Resultat efter finansiella poster-marginal	295%	241%	61%	68%	75%
Vinstmarginal	287%	222%	45%	54%	59%
Just. Vinstmarginal	284%	220%	45%	54%	59%
<b>Skatt</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Skattesats	-4%	-9%	-27%	-21%	-21%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning, Fastator 2018-2022P (MSEK)**

	2 018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Anläggningstillgångar</b>					
Immateriella anläggningstillgångar	14,7	18,4	15,8	15,0	14,3
Förvaltningsfastigheter	320,7	1 229,5	1 294,1	1 439,1	1 624,1
Andelar i och fordringar på intressföretag	781,5	1 187,9	1 289,5	1 392,2	1 510,3
Övriga Anläggningstillgångar	183,9	237,2	235,6	235,3	235,1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 300,7</b>	<b>2 672,9</b>	<b>2 835,0</b>	<b>3 081,6</b>	<b>3 383,8</b>
<b>Omsättningstillgångar</b>					
Kortfristiga placeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga fordringar	50,7	311,4	204,6	230,0	278,9
Likvida medel	96,5	245,3	321,6	318,0	357,2
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>147,2</b>	<b>556,6</b>	<b>526,3</b>	<b>548,0</b>	<b>636,2</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>1 447,9</b>	<b>3 229,6</b>	<b>3 361,3</b>	<b>3 629,6</b>	<b>4 019,9</b>
<b>Eget kapital</b>					
Aktiekapital	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4
Övrigt tillskjutet kapital	112,1	112,1	112,1	112,1	112,1
Balanserad vinst eller förlust	766,0	1 284,3	1 330,9	1 450,9	1 613,3
Eget kapital hänf. till moderbol	900,5	1 418,8	1 465,5	1 585,4	1 747,8
Inneh. utan bestäm. Inflyt.	4,2	5,2	7,8	11,3	15,7
<b>Summa eget kapital</b>	<b>904,7</b>	<b>1 424,0</b>	<b>1 473,3</b>	<b>1 596,7</b>	<b>1 763,5</b>
Uppskjutet skatteskuld	14,9	57,2	85,6	108,6	138,4
<b>Räntebärande långfristiga skulder</b>	<b>347,3</b>	<b>1 261,9</b>	<b>1 284,8</b>	<b>1 340,7</b>	<b>1 411,3</b>
Övriga långfristiga skulder	13,1	10,1	10,1	10,1	10,1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>375,3</b>	<b>1 329,1</b>	<b>1 380,4</b>	<b>1 459,4</b>	<b>1 559,7</b>
Räntebärande skulder	112,0	15,8	25,4	31,6	39,5
Ej räntebärande skulder	55,9	460,6	482,1	541,9	657,2
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>167,9</b>	<b>476,4</b>	<b>507,5</b>	<b>573,6</b>	<b>696,7</b>
<b>Summa skulder</b>	<b>543,2</b>	<b>1 805,6</b>	<b>1 888,0</b>	<b>2 032,9</b>	<b>2 256,4</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>1 447,9</b>	<b>3 229,6</b>	<b>3 361,3</b>	<b>3 629,6</b>	<b>4 019,9</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Kassaflödesanalys, Fastator 2018-2022P (MSEK)**

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
<b>Den löpande verksamheten</b>					
EBIT-resultat	19,6	623,6	255,8	307,8	376,1
Av- och nedskrivningar	6,0	6,3	4,5	2,5	2,4
Övriga ej kassaflödespåv. poster	-7,5	-590,5	-114,1	-107,7	-138,1
Ränta och utdelning	3,0	-43,3	-84,7	-90,6	-95,2
Betalda inkomstskatter och övriga poster	-1,6	-4,2	-14,2	-21,7	-28,1
	19,5	-8,2	47,3	90,2	117,0
Delta rörelsefordringar	-38,9	-237,6	79,7	-25,4	-48,9
Delta rörelseskulder	17,1	277,1	48,6	59,8	115,2
<b>Kassaflöde från den löp. verksam.</b>	<b>-2,3</b>	<b>31,3</b>	<b>175,6</b>	<b>124,6</b>	<b>183,3</b>
<b>Investeringsverksamheten</b>					
Nettoinvesteringar i fastigheter	-11,5	-118,2	-65,5	-100,0	-125,0
Investeringar i intressebolag	-0,5	-504,0	-30,0	-40,0	-40,0
Övriga investeringar	-12,6	-61,6	2,5	-1,4	-1,4
<b>Kassaflöde från invest.verksam.</b>	<b>-24,6</b>	<b>-683,8</b>	<b>-93,0</b>	<b>-141,4</b>	<b>-166,4</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>					
Nyemission, nettolikvid	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoförändring lån & krediter	89,1	802,0	35,8	13,1	22,3
Lämnad utdelning	-0,5	-0,7	-42,1	-49,1	-56,1
<b>Kassaflöde från fin.verksam.</b>	<b>88,8</b>	<b>801,3</b>	<b>-6,2</b>	<b>-36,0</b>	<b>-33,8</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>61,9</b>	<b>148,8</b>	<b>76,4</b>	<b>-52,7</b>	<b>-16,9</b>
Likvida medel, periodens börj.	0,0	96,5	245,3	321,6	318,0
Likvida medel, periodens slut	96,5	245,3	321,6	318,0	357,2

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Värdering

**Attraktiv värdering i förhållande till genomsnittet för fastighetsförvaltande bolag:** De börsnoterade fastighetsbolagen värderas i genomsnitt till 2 procent substanspremie, jämfört med Fastator som handlas till 34 procent rabatt på sitt substansvärde. Prissättningen på Offentliga Hus är osäker men kan indikera ett något lägre substansvärde än det som Fastator redovisar givet dagens svagare aktiemarknad. Point Properties har köpt några centrumhandelsgallerior i södra Sverige med betydande vakanser, vilka skulle kunna fyllas upp och därmed lyfta fastighetsvärdena.

**Hälften av de noterade fastighetsbolagen värderas med substansrabatt:** Carlsquare har löpande sammanställningar av 27 noterade fastighetsbolags nyckeltal. Dessa data uppdateras för varje bolag och kvartalsrapport. Sedan februari 2020 då hela sektorn värderades med till i genomsnitt drygt 20 procent substansrabatt värderas sektorn idag i genomsnitt till två procent substanspremie. Skillnaden är mycket stor inom sektorn, vilket vi har redovisat tidigare under avsnittet Jämförbar värdering.

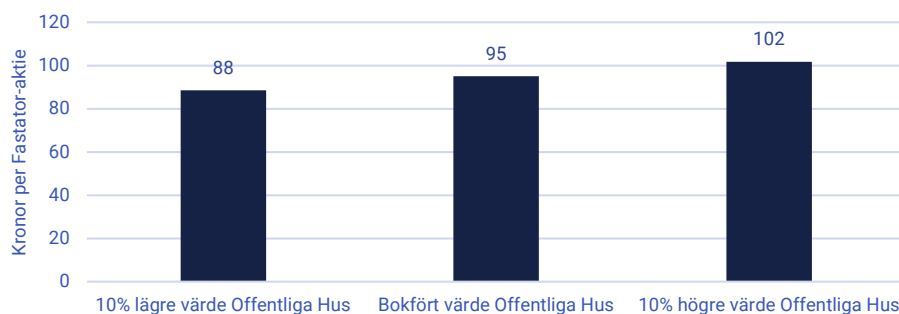
Fastator-aktien handlas med 34 procent substansrabatt jämfört med sektorns genomsnitt om 2 procent på substansen.

**95 kronor per aktie i substansvärde för Fastator:** Koncernen redovisar ett substansvärde motsvarande 95 kronor per Fastator-aktie efter utspädning av teckningsoptioner per 31 mars 2020. I detta substansvärde ingår återläggning av latent skatt på övervärden fastigheter.

**En mindre rabatt på Offentliga Hus sannolik i dagens aktiemarknad:** Omkring 40 procent av Fastators tillgångsportfölj består av Offentliga Hus. Räknat på redovisat värde för 50 procent i bolaget motsvarar det 66 kronor per aktie i Fastator. Vår bedömning är att Offentliga Hus kan få en värdering om cirka 2 000 miljoner kronor vid börsnoteringen, vilket är något lägre än de cirka 2 300 miljoner kronor som Fastators bokförda värde på OH baserar sig på. Det skulle indikera ett substansvärde i Fastator omkring 90 kronor per aktie. Vi ser samtidigt en stor potential om Offentliga Hus skulle lyckas få ned räntekostnaderna på sina lån från dagens 3,5 procent till branschens genomsnitt på 1,8 procent ränta.

**Lokala centrumhandelsgallerior med vakanser adderar en potential:** Point Properties köpte i slutet av 2019 två centrumgallerior, en i Trelleborg för 222 miljoner kronor och en galleria i Motala för 126 miljoner kronor. Dessa transaktioner gjordes till endast 7-8x hyresvärdet, till följd av höga vakanser men ändå till omkring 6,5 procent yield, vilket innebär potential. Här finns också ett extra värde genom att bygga nya bostadslägenheter i centrumfastigheterna.

### Känslighetsanalys Fastators substansvärde (kr/aktie) vid förändrat värde Offentliga Hus



Källa: Carlsquare

## Risker

**Lånefinansiering och beroende av entreprenörer viktigast:** Som ett investeringsbolag i fastighetstillgångar är den främsta risken kring Fastator kopplat till den allmänna räntenivån samt möjlighet att få lånefinansiering på förmånliga villkor. Detta påverkar bolagets resultat, men än mer värdet på fastigheterna eftersom avkastningskravet sjunker med en lägre räntenivå och vice versa. Till det kan läggas utyrningsrisker samt ett personberoende i entreprenörsledda innehavsbolag.

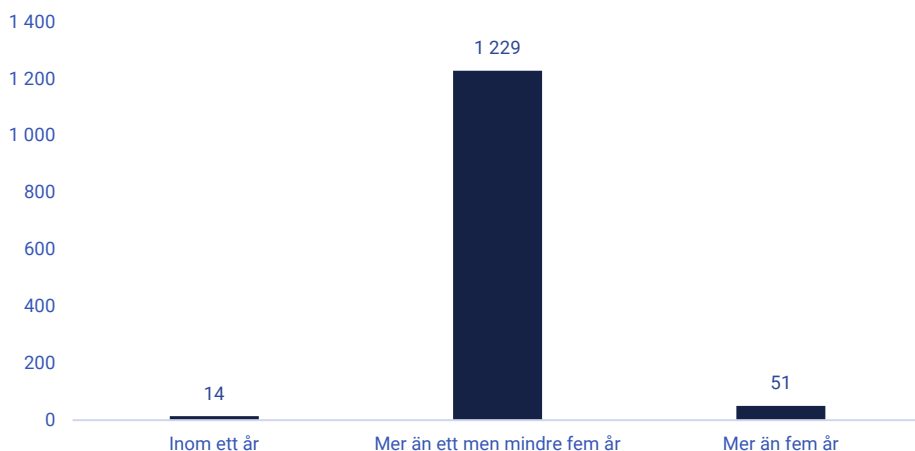
### Hög räntekänslighet

Huvuddelen av Fastators investeringar avser olika typer av fastighetsportföljer och byggprojekt. Dessa är räntekänsliga, då de är kapitalkrävande och därmed lämpar sig för belåning. Tillgången och priset på kapital styrs av bankerna, kapitalmarknadens villkor, osäkerhetsfaktorer kopplat till fastighetssektorn och omvärlden med mera. Likaså av regleringar som från tid till annan kan åläggas bankerna och/eller fastighetsbolagen och därmed kostnaden för att anskaffa kapital. Priset på fastigheterna vid en försäljning är avhängig råddande avkastningskrav för den typen av objekt.

Fastighetssektorn är kapitalintensiv och räntekänslig. Det är viktigt att kunna låna pengar till en låg ränta.

Fastator har lånat 700 miljoner kronor via obligationslån till en förhållandevis hög ränta om 8,5 procent. Det höjer avkastningskravet på de investeringar som Fastator gör. Detta obligationslån förfaller till betalning 26 oktober 2021. Nedan framgår att nästan hela Fastators räntebärande skuld om cirka 1,3 miljarder kronor förfaller inom ett till fem år. Den svenska obligationsmarknaden har börjat fungera avsevärt sämre vad gäller likviditet och prissättning från första kvartalet 2020. Vi bedömer att fastighetsbolagen behöver bli större och få starkare finanser för att kunna erhålla fördelaktiga villkor på nya obligationslån. Det kan alltså påskynda en konsolidering i sektorn.

#### Förfallotidpunkt Fastators lån per 31 december 2019:



Källa: Carlsquare

Sammanfattningsvis står Fastator inför omförhandlingar av huvuddelen av sina fastighetslån under år 2021. Räntenivån på bolagets lån är samtidigt redan idag hög så risken för markant högre räntekostnader bedömer vi som begränsad.



## Fastigheters beroende av svensk ekonomi

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

## Byggnader åldras och kommunala behov ändras

**Hyror på 1000 kronor per kvadratmeter och år bör hålla kvar hyresgästerna** Samhällsfastigheter är en förhållandevis trygg investering på grund av avtalens långa löptid och motpartens stabilitet vad gäller betalningsförmåga. Typiskt sett vill investerare ogärna köpa fastigheter när det endast återstår några få år på ett hyreskontrakt om det inte är uppenbart att hyresgästen kommer att förlänga kontraktet. Speciellt inte om fastigheten är anpassad till den nuvarande hyresgästens verksamhet och behöver byggas om i större 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 blir fler. Det kan innebära att en tidigare lokal inte kan konverteras och användas till annan verksamhet i offentlig regi. Likaså kan andra fastighetsägare erbjuda nya och skräddarsydda lokaler som ett bättre alternativ när ett tidigare hyreskontrakt löper ut. Offentliga Hus hyresnivåer ligger på cirka 1000 kronor per kvadratmeter och år. Givet dagens höga byggkostnader blir det svårt för någon annan aktör att kunna erbjuda en attraktiv kalkyl för nyproducerade lokaler.

## Beroende av nyckelpersoner på lokala marknader

**Lokala entreprenörer tillför värde:** De nya fastighetsinvesteringarna kommer sannolikt att ske på lokala marknader där värdet av portföljen framöver i stor utsträckning bygger på den lokala företagsledningens engagemang och genomförandekraft. Även om de lokala entreprenörernas deläggande erbjuder ett incitament även för dem själva, finns det inga garantier för att dessa projekt kommer att utvecklas

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare 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 Carlsquare. Carlsquare 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 Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Bertil Nilsson och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.