

Redovisning till verkligt värde

Tillämpningen av IAS 40 i svenska fastighetsbolag

Tobias Lantto (19745) och Isak Lundström (20155)

Abstract

The aim of our master thesis is to study the way valuation of real estate is conducted by real estate companies. Furthermore we want to identify the factors that affect the relevance and reliability of the valuation. The reason for this is the introduction of IFRS, in 2005, and the application of the IAS 40 rules stating that real estate are to be recognized at fair value on the balance sheet. To do this we have performed a case study on 10 Swedish real estate companies listed on the Stockholm stock exchange, OMX, Large Cap and Mid Cap list to see how the share value has performed in relation to the reported net asset value since 2005 and how they value their collection of properties. We also studied the assumptions made by real estate company analysts. The analysis concluded, after a study of the historical information and performance, and an executed sensitivity analysis, that there are discrepancies between the share price and reported NAV. We also concluded that the way the NAV is calculated and reported is of relevance for the shareholder, and the assumptions in the valuation models affect the performance to such extent that the reliability is questionable.

Key words: IAS 40, Real Estate, Fair Value, Relevance, Reliability

Handledare: Niclas Hellman

Framläggning: 3 juni 2008, kl 13.00-15.00

Opponent: Lina Arnesson och Sofia Svahn

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Niclas Hellman och de personer som hjälpt oss med insamlande av information.

Stockholm, maj 2008

Tobias Lantto

Isak Lundström

Innehållsförteckning

1	Inledning.....	5
1.1	Bakgrund	5
1.2	Problemdiskussion	7
1.3	Syfte och frågeställningar.....	8
1.4	Disposition	8
2	Teoretisk referensram.....	10
2.1	IASB:s föreställningsram för utformning av finansiella rapporter	10
2.2	Verkligt värde enligt IAS 40	11
2.3	Värdering av fastigheter till verkligt värde	12
2.4	Diskonterade kassaflöden.....	13
2.5	Marknadsvärde och avkastningsvärde	19
2.6	Redovisningsinformation och investerare	20
2.7	Sammanfattning	21
3	Metod	22
3.1	Studiens genomförande	22
3.2	Val av studieobjekt.....	23
3.3	Datainsamling och analys av data	25
3.4	Presentation	26
4	Del I: Finansanalytikers syn på fastighetsbolagen	27
4.1	Observationer från finansanalytikers rapporter.....	27
4.2	Delanalys.....	29
5	Del II: Aktiekurs, substansvärde och fastighetsvärdering.....	30
5.1	Ekonomisk utveckling.....	30
5.2	Observationer från finansiella rapporter och databas.....	31
5.3	Sammanfattning	43
6	Analys.....	45
6.1	Investerarnas förhållningssätt till fastighetsbolagens värderingar	45
6.2	Tillämpade värderingsmetoder vid fastighetsvärdering	46
6	Slutsats	52
	Appendix A	53

Appendix B	54
Referenser.....	55

1 Inledning

1.1 Bakgrund

En del tror att redovisning endast handlar om att registrera affärshändelser enligt ett regelverk – men det är inte redovisning, snarare bokföring. Redovisning handlar om att med omdöme avgöra vad som ska värderas, när det ska värderas och hur transaktioner och saldon ska klassificeras och presenteras. Detta är inte bara tekniska frågor. Tvärtom, redovisning kan ha stor inverkan på investeringsbeslut, ersättning till företagets ledning, politiska beslut och så vidare (Godfrey et al. 2003, s. 18).

På en allmän nivå behövs redovisning när det förekommer informationsasymmetri, det vill säga när den ena parten vid en affärstransaktion har mer information än den andra parten (Johansson et al. 2004, s. 5). Det har dock aldrig funnits någon riktig konsensus beträffande synen på redovisningens yttersta syfte (Nilsson 2002, s. 17). Studier som gjorts inom området visar att den internationella redovisningspraxisen kan inordnas i två traditioner, den angloamerikanska och den kontinentala (Artsberg 1992, s. 77). Enligt den angloamerikanska traditionen görs redovisningen med aktiemarknaden som tänkt användare. I Sverige har redovisningen, i likhet med kontinentala Europa, historiskt sett betonat de informationsbehov skattemyndigheten och långgivare har (Johansson et al. 2004, s. 66). En viktig orsak till denna skiljelinje är de olika finansieringstraditionerna (Alexander et al. 2004, s. 89). USA och Storbritannien har under lång tid haft aktiva och omfattande aktiemarknader som instrument för finansiering. I kontinentala Europa har istället stora, långsiktiga ägare, till exempel banker, staten eller företagsgrupper, varit de viktigaste finansiärerna av företag (Johansson et al. 2004, s. 50).

Det större beroendet av långgivare har utvecklat en försiktigare, mer konservativ redovisning inom den kontinentala traditionen eftersom långgivarna framför allt är intresserade av att veta om de kommer få tillbaka sina pengar (Alexander et al. 2004, s. 92). Ett tydligt tecken på att försiktighet präglar redovisningen i Sverige är att den så kallade försiktighetsprincipen tidigare nämndes i förarbetena till Sveriges bokföringslag som en grundläggande princip för värdering (Artsberg 1992, s. 100). Principen innebär att om det råder osäkerhet om tillgångars värde ska man hellre välja ett för lågt än ett för högt värde. För skulder gäller tvärtom. Försiktig-

hetsprincipen är kopplad till andra, mer konkreta, principer vilka innebär att intäkter och vinst inte får tas upp innan de realiserats (realisationsprincipen) och att tillgångar ska värderas till anskaffningsvärde och inte över detta värde (Johansson et al. 2004, s. 39).

Det faktum att redovisningen utformats utifrån olika syften har medfört stora skillnader mellan olika länder, även mellan länder inom de olika traditionerna. Detta blev ett allt större problem i takt med att kapital började flöda över de nationella gränserna. Det var svårt för investerare, kreditgivare och andra intressenter att jämföra finansiell information från företag från olika länder. Den ekonomiska kris som startade i vissa asiatiska länder under 1998 och sedan spred sig till andra delar av världen gjorde behovet av tillförlitlig och transparent redovisning än tydligare (Alfredson et al. 2007, s. 7). För att harmonisera redovisningen antog EU 2002 en förordning om att alla börsnoterade företag inom unionen ska följa internationella redovisningsregler i koncernredovisningen¹ från och med 1 januari 2005 (Johansson et al. 2004, s. 59). EU-kommissionen utredde först möjligheten att utveckla egna redovisningsstandarder, men fastslog att det var bättre att använda sig av de standarder som ges ut av IASB (Alfredson et al. 2007, s. 9).

IASB, International Accounting Standards Board, är en global, privat organisation med medlemmar från samtliga världsdelar. IASB ger ut redovisningsstandarder och syftet är att dessa ska kunna användas globalt. Tidigare standarder kallades IAS, International Accounting Standards, men numera är namnet på de standarder som ges ut IFRS, International Financial Reporting Standards (Johansson et al. 2004, s. 64). IASB:s arbetsspråk är engelska, organisationen har sitt hemvist i London och många av de standarder som givits ut är helt i linje med amerikanska och brittiska standarder; organisationen har alltså en tydlig prägel av den anglo-amerikanska traditionen (Alexander et al. 2004, s. 104). Det framgår av IASB:s föreställningsram för utformning av finansiella rapporter att redovisningen ska utformas utifrån de informationsbehov aktiemarknaden har. En investerares huvudsakliga uppgift är att fatta eko-

¹ Om ett företag har mer än hälften av rösterna i ett annat företag bildar de två företagen tillsammans en koncern. Syftet med koncernredovisning är att försöka visa hur den verksamhet som bedrivs i olika bolag i koncernen skulle redovisats om den bedrivits i ett bolag. De interna mellanhavanden, till exempel att bolagen handlar med varandra, identifieras och rensas bort från koncernredovisningen. Det skulle annars vara möjligt att skapa vilka försäljnings- och vinsttal som helst (Johansson et al. 2004, s. 283ff).

nomiska beslut och för att göra det krävs en möjlighet att förutspå framtida kassaflöden (Alexander et al. 2004, s. 47).

En trend som kan utläsas genom de senaste standarder som givits ut är att verkligt värde används som redovisningsprincip i allt större utsträckning istället för anskaffningsvärde. Då det verkliga värdet tas upp i balansräkningen blir den orealiserade värdeförändringen, det vill säga tillgångens förändring i värde som uppstår under innehavsperioden, många gånger en post i resultaträkningen (Alfredson et al. 2007, s. 32f). En tillgång som enligt IASB:s regelverk kan redovisas till verkligt värde är så kallade förvaltningsfastigheter.

1.2 Problemdiskussion

Den av IASB utgivna standarden som behandlar redovisning av förvaltningsfastigheter heter IAS 40. Enligt standarden är förvaltningsfastigheter fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa (IAS 40 §5). IAS 40 är således framför allt intressant för de bolag där fastigheter ingår i den primära verksamheten, så kallade fastighetsbolag. Då redovisningen i Sverige tidigare utformats utifrån de behov skattemyndigheten och långivare har och därmed präglats av försiktighet innebar införandet av IAS 40 en stor omställning för de svenska fastighetsbolagen. I bolagens balansräkningar har fastigheternas anskaffningsvärde ersatts av det verkliga värdet och realisationsprincipen har åsidosatts eftersom orealiserade värdeförändringar numera är en post i resultaträkningen. Detta var och är inte okontroversiellt.

De diskussioner och överväganden inom IASB som ledde fram till den slutliga formuleringen av IAS 40 illustrerar det kontroversiella. De som förespråkade att förvaltningsfastigheter ska redovisas till verkligt värde hävdade att dessa värden är mer användbara än andra värden (IASB 2006, s. 2050ff). Enligt dem kan värdeförändringar inte separeras från en förvaltningsfastighets finansiella utveckling. Redovisning till verkligt värde är nödvändigt om det finansiella resultatet ska rapporteras på ett meningsfullt sätt. De som å andra sidan förespråkade andra redovisningsprinciper hävdade att det ofta inte finns en aktiv marknad för förvaltningsfastigheter. Varje fastighet är unik och varje försäljning görs under speciella förutsättningar. En konsekvens av detta blir att verkliga värden inte går att bestämma med tillförlitlighet och

att de därför inte är jämförbara. Redovisning till verkligt skulle därför leda till en mer volatil och mer subjektiv värdering än redovisning till anskaffningsvärde (IASB 2006, s.2046).

Den oro som uttrycktes inom IASB att verkliga värden är subjektiva har kommit till uttryck i den allmänna debatten både före och efter införandet av IAS 40. Journalisterna Daniel Svensson och Torbjörn Isacson skrev i en artikel i Dagens industri 2004 att det ”inte var mer än tiotalet år sedan som fastighetsmarknaden drevs upp av spekulanter, i viss mån i något slags ohelig allians med värderare”. De konstaterade vidare att ”de vinster ett fastighetsbolag lyckas samla ihop på ett år är ofta rätt små i förhållande till vilka värdeförändringar en värderare kan skruva till”. 2008, drygt tre år efter införandet, skrev Per Lindvall i en artikel i Svenska dagbladet att de börsnoterade fastighetsbolagen ”tar till placebomedicinen och lite ceremoniell hjälp av trumskinnen från några värderingsshamaner”. Lindvall syftade på att fastighetsvärdena steg i vissa bolag under det fjärde kvartalet 2007 med sänkta direktavkastningskrav som en orsak. Detta trots att turbulensen på den internationella kreditmarknaden under hösten 2007 pressade upp riskpremierna på krediter och dessutom gjorde det svårare att låna kapital. Enligt Lindvall kom det samtidigt uppgifter från annat håll om att fastighetspriserna under hösten 2007 fallit och att direktavkastningskraven stigit. Således har det funnits och finns det frågetecken kring fastighetsbolagens värderingar.

1.3 Syfte och frågeställningar

Syftet med den här studien är att utveckla kunskap om fastighetsbolags värdering av förvaltningsfastigheter. I tillägg till det syftar studien att identifiera faktorer som påverkar värderingarnas relevans och tillförlitlighet. Utifrån detta har följande frågeställningar formulerats:

F I. Hur förhåller sig redovisningens tänkta användare, investerarna, till fastighetsbolagens värderingar?

F II. Hur går fastighetsbolag till väga vid värdering av förvaltningsfastigheter?

1.4 Disposition

Studien består av 7 kapitel som i korthet behandlar följande:

- Kapitel 1 består av bakgrund, problemdiskussion och studiens syfte.
- Kapitel 2 redogör för studiens referensram.

- Kapitel 3 redogör för studiens metodologiska ansats och genomförande.
- Kapitel 4 består av resultatredovisning del I.
- Kapitel 5 består av resultatredovisning del II.
- Kapitel 6 innehåller en analys av resultatet.
- Kapitel 7 redogör för de slutsatser som kan dras av studien.

2 Teoretisk referensram

I följande kapitel presenteras studiens teoretiska referensram. IASB:s regelverk och värdeteori lägger grunden för studien.

2.1 IASB:s föreställningsram för utformning av finansiella rapporter

IASB har formulerat en föreställningsram vars syfte bland annat är att vägleda den som upprättar finansiella rapporter att tillämpa IAS och att vägleda användare vid tolkning av information i finansiella rapporter (FAR 2005, s.10). Föreställningsramen behandlar till exempel de finansiella rapporternas syfte och de kvalitativa egenskaper som är avgörande för användbarheten av den information som lämnas i rapporterna.

2.1.1 Finansiella rapporters syfte och kvalitativa egenskaper

Enligt föreställningsramen är de finansiella rapporternas syfte att tillhandahålla information om ett företags finansiella ställning och resultat samt förändringar i den ekonomiska ställningen (FAR 2005, s. 12). Bland de finansiella rapporternas användare ingår nuvarande och potentiella investerare, anställda, långivare, leverantörer, kreditgivare etc. Alla användares hela informationsbehov kan dock inte tillgodoses genom finansiella rapporter, men enligt IASB är vissa behov gemensamma för dem alla. Eftersom investerare tillför riskkapital till företaget är den information som är av intresse för dem till större delen även av intresse för de övriga användargrupperna (ibid).

De egenskaper som gör informationen i de finansiella rapporterna användbar kallas kvalitativa (FAR 2005, s.14). Enligt Godfery et al. (2003, s. 73f) är de två viktigaste kvalitativa egenskaperna är relevans och tillförlitlighet. Informationen är relevant om den påverkar användarens beslut genom att underlätta bedömningen av inträffade, aktuella och framtida händelser eller genom att korrigera/bekräfta tidigare bedömningar. Informationens relevans påverkas av dess karaktär och av dess väsentlighet (FAR 2005, s. 15). Information anses vara väsentlig om ett utelämnande eller en felaktighet kan påverka beslut som användaren fattar på basis av informationen.

Informationen är tillförlitlig om den inte innehåller väsentliga felaktigheter och inte är vinklad (FAR 2005, s. 15). Informationen ska på ett korrekt sätt återge transaktioner och andra hän-

delser, vilket innebär att den ska redovisas i enlighet med ekonomisk innebörd och inte enbart i enlighet med juridisk form. Det framgår vidare av föreställningsramen att information kan vara relevant men så osäker att de finansiella rapporterna riskerar att bli vilseledande om informationen tas med. Ett visst mått av försiktighet ska därför iakttas vid upprättande av finansiella rapporter (FAR 2005, s. 16).

2.2 Verkligt värde enligt IAS 40

Enligt IAS 40 är verkligt värde det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av transaktionen genomförs (IAS 40 §5). Ordet ”kunniga” innebär att både den intresserade köparen och säljaren är rimligt informerade om den aktuella fastigheten, dess nuvarande och möjliga användningsområde och om marknadsvillkoren på balansdagen. En intresserad köpare har ett intresse men är inte tvingad att köpa (IAS 40 §42). En intresserad säljare är varken överdrivet angelägen eller tvingad att sälja till varje pris. Den intresserade säljaren är beredd att sälja fastigheten till marknadsvillkor för bästa pris som kan uppnås (IAS 40 §43). Verkligt värde ska inte återspegla mervärde på grund av att fastigheten ingår i en portfölj av fastigheter på olika platser eller andra faktorer som vanligen inte är tillgängliga för kunniga säljare och köpare (IAS 40 §49).

Företag uppmuntras, men måste inte, basera förvaltningsfastigheternas verkliga värde på värderingar av oberoende värderingsmän med erkända och relevanta kvalifikationer och med aktuella kunskaper i värdering av fastigheter (IAS 40 §32). Det bästa uttrycket för ett verkligt värde erhålls från aktuella priser på en aktiv marknad för likartade fastigheter, med samma läge och i samma skick, och som är föremål för likartade hyresavtal och andra avtal (IAS 40 §45). Om aktuella priser saknas ska aktuella priser på en aktiv marknad för fastigheter av annat slag och senaste priser för liknande fastigheter på mindre aktiva marknader beaktas. Dessutom ska nuvärdet av uppskattade framtida betalningsströmmar beaktas. En räntesats som återspeglar marknadens bedömning av osäkerheten i storleken på, och tidpunkten för, framtida betalningar ska användas som diskonteringsränta (IAS 40 §46).

2.3 Värdering av fastigheter till verkligt värde

Det som i IAS 40 beskrivs som verkligt värde kan anses vara innebördsmässigt identiskt med marknadsvärde (Persson 2005, s. 354), varför begreppen härfter kommer användas synonymt. En bedömning av en fastighets marknadsvärde kan ske utifrån ett flertal metodtyper under vilka det finns en rad metodvarianter. Enligt IAS 40 ska priser för likartade fastigheter och nuvärdet av framtida uppskattade betalningsströmmar beaktas. De uppgifterna lägger grunden för två olika metodtyper, nämligen ortsprismetoder och avkastningskalkylbaserade metoder (Persson 2005, s. 365).

2.3.1 Ortsprismetoder

Ortsprismetoder baseras i grunden på marknadsanalyser av överlåtelse av vad som anses vara jämförbara fastigheter. Förenklat innebär metoderna att bedömningen av ett värde görs med ledning av betalda priser för likartade fastigheter (jämförelseobjekt) på en öppen, fri marknad. Tillgången till relevanta marknadsdata är av avgörande betydelse för resultatets kvalitet (Persson 2005, s. 365). Enligt den värderingshandledning Svenskt Fastighetsindex² (2007) ger ut relateras de betalda priserna till någon värdepåverkande faktor, till exempel till fastighetens driftnetto, hyra, uthyrbara area, markareal eller byggrätt för att analyseras. Då varje fastighet strängt taget är unik och den marknadsmässiga omsättningen i fastighetsbeståndet är låg uppstår dock nästan alltid problem vid tillämpning av ortsprismetoder. Det ideala hade varit ett stort antal överlåtelse av identiska fastigheter vid värderingstidpunkten. Verkligheten är dock att det sker få överlåtelse, fastigheterna har varierande egenskaper och överlåtelse sker över en viss tidsperiod (Persson 2005, s. 365).

2.3.2 Avkastningskalkylbaserade metoder

Avkastningskalkylbaserade metoder bygger på restposttänkande, det vill säga det nettoresultat som blir över att förränta fastighetskapitalet när övriga produktionsfaktorer fått faktisk eller kalkylmässig ersättning (Persson 2005, s. 384). De avkastningskalkylmodeller som normalt utnyttjas för värdering brukar med hänsyn till kalkylperiodens längd grovt indelas i två huvudformer, dessa benämns här som direktavkastnings- och diskonteringsmetoder.

Direktavkastningsmetoder

² Svenskt Fastighetsindex skapar ett index för utvecklingen på fastighetsmarknaden, se www.fastighetsindex.se.

Direktavkastningsmetoder baseras på en ”evighetskapitalisering” av ett normaliserat första års driftnetto. Driftnettot för fastigheten utgörs av det årliga överskott som återstår sedan utbetalningar för drift och underhåll dragits från bruttoinbetalningarna (Persson 2005, s. 386). Driftnettot år 1 läggs till grund för hela kalkylperioden. Modellen innefattar därmed inga restvärden.

Diskonteringsmetoder beskrivs utförligt i avsnittet 2.4.

2.4 Diskonterade kassaflöden

Diskontering av kassaflöden, som vi fortsättningsvis kommer benämna DCF (Discounted Cash Flow), bygger på att man räknar ut ett nuvärde, PV (Present Value), av framtida kassaflöden. En grundläggande modell inom värdering av tillgångar, även andra tillgångar än fastigheter, där man gör en prognos av förväntade framtida kassaflöden som den underliggande tillgången kommer att generera ställt i relation till avkastningskravet man har på sin investering så får man fram ett pris, eller värde, på tillgången. DCF är troligtvis den viktigaste värderingsmodellen för fastigheter (Geltner 2007, s. 203).

$$\text{Pris(värde)} = \frac{\text{Kassaflöde}}{\text{Avkastningskrav}(\%)}$$

2.4.1 Modellens uppbyggnad

En DCF är uppbyggd kring tre delar; framtida förväntade kassaflöden (KF), ett avkastningskrav (r) och som tillsammans ger det diskonterade nuvärdet av de framtida kassaflödena. Som tidigare visat:

$$\text{Värde} = \frac{KF}{r}$$

Denna formel ger nuvärdet av en evig ström av kassaflöden diskonterat till samma avkastningskrav. Det är också det enklaste och snabbaste sättet att beräkna värdet av en fastighet, genom att man diskonterar första årets kassaflöde med diskonteringsräntan, det kan också justeras med en förväntad tillväxt i kassaflödet genom att man minskar räntan med tillväxttakten och därmed får ett högre värde (Geltner 2007, s. 208, 210).

$$Värde_0 = \frac{KF_1}{r - g}$$

När man gör en prognos av framtida kassaflöden är det dock inte rimligt att anta att dessa är konstanta från nu och i all framtid, det kan vara missledande (ibid, s.211). Därför gör man fler beräkningar och prognoser för kassaflöden de närmaste åren, också kallat en explicit prognosperiod (explicit forecast period), där prognosen bygger på antaganden och beräkningar för varje enskilt år (Koller 2005, s. 233). Det finns ytterligare fördelar med att använda sig av prognoser för varje enskilt år eftersom det tvingar fastighetsägaren att realistiskt fokusera på fastighetens kassaflöden varje år och minskar risken för att dras in i en bubbelekonomi. Varje förväntat framtida kassaflöden diskonteras tillbaka till ett nuvärde och adderas (Geltner 2007, s. 203ff).

$$Värde_0 = \frac{KF_1}{(1+r)} + \frac{KF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{KF_t}{(1+r)^t}$$

Eftersom det inte är meningsfullt att göra prognoser för kassaflödet för varje enskilt år i all evighet så beräknar man ett horisontvärde (horizontal value eller continuing value) i slutet av perioden. För att beräkna detta värde använder man sig ofta av en evighetsformel (Koller 2005, s. 112) (Geltner 2007, s. 204).

$$Värde_0 = \sum_t \frac{KF_t}{(1+r)^t} + \frac{Värde_T}{(1+r)^T}$$

Principen för evighetsformeln är att man gör en prognos av det sista årets kassaflöde, dividerar detta kassaflöde med avkastningskravet samt tar hänsyn till eventuell tillväxt efter perioden (Brealey, Myers 2003, s. 37f). Ett exempel på evighetsformel är Gordons evighetsformel (Geltner 2007, s. 160, 594).

$$Evighetsformel = \frac{KF}{r - g}$$

Detta värde för alla framtida kassaflöden diskonteras sedan tillbaka till ett nuvärde och adderas till nuvärdet av kassaflödet i den explicita prognosperioden (Koller 2005, s. 275) (Geltner 2007, 165-166).

$$\text{Värde}_0 = \sum_t \frac{KF_t}{(1+r)^t} + \frac{KF_{T+1}}{r-g} \frac{1}{(1+r)^T}$$

2.4.2 Prognoser

En värdering har aldrig bättre kvalitet än antagandena i modellen, detta gäller främst antagandena kring prognosen för kassaflödet och avkastningskravet (Geltner 2007, s. 211). För att möjliggöra en värdering av framtida kassaflöden måste en prognos genomföras eftersom framtiden inte går att observera. En prognos ska vara minst 5 år men är oftast 10 år lång eftersom fastighetsinnehav behålls under längre perioder och fastigheterna är långlivade (Svenskt Fastighetsindex 2007). Det tvingar även den som gör prognosen att ta hänsyn till längre marknadstrender vilka har inflytande på fastighetens värde på marknaden. Prognosen består främst av två kassaflöden. Den första är det operativa kassaflödet (operating cash flow) som bygger på hyresintäkterna och kostnader i verksamheten. Det andra är kassaflödet vid försäljning av fastigheten (reversion cash flow) (Geltner 2007, s. 236).

När man ska göra en prognos börjar man med att ställa upp kassaflödesberäkningen. Sedan gör man en prognos av varje enskild post i beräkningen som sedan genererar en prognos av kassaflödet. Förenklat sett börjar man med det operativa kassaflödet där man tar operativa intäkter minus operativa kostnader som ger nettointäkten. Från nettointäkten dras kostnader för kapitalunderhåll. Det ger kassaflödet före skatt. Till detta adderar man eventuell försäljning av fastighetsbeståndet minus kostnader för försäljningen (ibid, s. 237).

Den mest centrala prognosen är den av operativa intäkter. De består främst av hyran som prognostiseras utifrån förväntad hyresintäkt per kvadratmeter gånger antalet kvadratmeter som finns att hyra ut. Beräkningarna görs för varje enskild fastighet. För detta krävs undersökning av hyresmarknaden och antaganden kring exempelvis tillgång och efterfrågan samt kapacitet i den egna verksamheten (ibid, s. 237). Denna prognos styr även stora delar av de operativa kostnaderna som ofta är en proportionerlig del av intäkterna. Till hyresintäkterna läggs även intäkter i form av avgifter som tas ut av verksamhet kring fastigheten.

För att prognoserna ska vara relevanta måste de vara realistiska och objektiva. För att göra prognoserna av hyresintäkter mer realistiska och objektiva kan man exempelvis göra jämförelser (comparable analysis) med andra fastigheter och de kontrakt som skrivits där för hyror-na. Till detta får man lägga tillväxt i hyror, som exempelvis påverkas av inflationen, samt förändringar på marknaden som beror på justeringar i tillgång och efterfrågan. Hänsyn måste även tas till byggnadens ålder (ibid, s. 238). Hyresintäkterna måste också justeras för vakan-ser, det vill säga det faktum att man inte kan anta att man har full beläggning på den uthyr-ningsbara ytan, utan den står istället outhyrd på grund av att det saknas hyresgäster under vis-sa perioder. Att det saknas hyresgäst kan bero på lägre efterfrågan eller att lokaler står tomma mellan byte av hyresgäster. Även när man gör prognoser av beläggningen kan jämförelser göras med andra fastigheter på marknaden, där man bland annat tittar på ortpriser (ibid, s. 239).

De operativa kostnaderna innehåller flera poster, exempelvis administration, underhåll, avgif-ter, etc. Slitage på byggnaden visar sig dock exempelvis i underhållskostnaderna. Kostnaderna kan vidare vara både rörliga och fasta, detta påverkar prognosen eftersom de fasta kostnader-na är oförändrade oavsett hur stor beläggning man har och hur stora de operativa intäkterna är. De rörliga kostnaderna däremot varierar med intäkterna och beläggningen (Geltner 2007, s. 240).

Efter sammanräkning av de operativa intäkterna och kostnaderna samt andra intäkter så får man en nettointäkt. För att få fram det slutliga kassaflödet justeras detta med kassaflöden som beror på förbättringsutgifter (capital improvement expenditures), exempelvis renoveringar. Efter detta får man det slutliga kassaflödet före skatt (PBTCF). Till detta läggs även kassaflö-den pga. eventuella delavyttringar och den slutliga försäljningen av fastigheten i den sista perioden av de prognostiserade åren (Ibid, s. 242-243). Försäljningsvärdet det sista året be-räknas med en evighetsformel (perpetuity formula), där man prognostiserar kassaflödet året efter avyttring och dividerar detta värde med avkastningskravet minus tillväxten och sedan diskonterar detta tillbaka till ett nuvärde. Genom att använda denna förenklade värdering av fastigheten i sista perioden endast, så minskar man dess vikt i den totala värderingen genom att diskonteras tillbaka fler år (Ibid, s. 244).

De framtida förväntade kassaflödena är inte säkra utan prognosen innehåller en risk, denna risk tar man hänsyn till i avkastningskravet som används för att diskontera de framtida kassaflödena till ett nuvärde (Ibid, s. 244). Utförligare beskrivning av avkastningskravet följer nedan.

2.4.3 Avkastningskrav

Den förväntade avkastningen på en fastighet bestäms av priset man betalar på investeringen, eftersom fastighetens framtida kassaflöden är oberoende av vad man betalat för fastigheten (Geltner 2007, s. 202). Det vill säga om det förväntade framtida kassaflödet är bestämt kommer det dividerat med priset på tillgången bestämma avkastningen för samma tillgång.

$$\text{Avkastning}(\%) = \frac{\text{Kassaflöde}}{\text{Pris}}$$

På samma sätt bestämmer avkastningskravet priset på en tillgång genom att värdera kassaflödet. Därför blir valet av avkastningskrav avgörande för värderingen av den underliggande tillgången när man ser på det genererade kassaflödet.

$$\text{Pris} = \frac{\text{Kassaflöde}}{\text{Avkastningskrav}(\%)}$$

Avkastningskravet motsvarar alternativkostnaden för kapital (Opportunity Cost of Capital), vilket är den avkastning man kan förvänta sig av en liknande tillgång med motsvarande risk, det finns alltså ingen anledning att acceptera en lägre avkastning än den man kan förvänta sig på motsvarandet tillgång på marknaden (ibid, s. 211, 249). Det måste också finnas en koppling mellan täljaren och nämnaren, precis den risk som finns i kassaflödet måste återspeglas i diskonteringsräntan, dvs. avkastningskravet. Avkastningskravet består av två delar, dels den riskfria räntan och riskpremien. Den riskfria räntan används för att prissätta pengarnas värde över tiden och riskpremien används för att prissätta tillgångens inneburna risk. Ju mer riskfylld tillgång ju högre blir riskpremien och därmed diskonteringsräntan (ibid, s. 186, 204 och 249).

$$r = r_f + RP$$

För att bestämma det totala avkastningskravet måste man först bestämma den riskfria räntan och riskpremien. Dessa påverkas i sin tur av alternativkostnaden för kapital vilket motsvarar avkastningen på alla andra möjliga investeringar på marknaden, exempelvis aktier och obligationer, så man ser inte endast till vad en annan fastighet skulle generera för avkastning. Fördelen med detta är också att det finns mer tillgänglig information om hur mycket avkastning en tillgång med motsvarande risk bör ge (ibid, s. 250). Den riskfria räntan erhålls enklast genom att titta på tioåriga statsobligationer. Riskpremien är dock svårare att bestämma. Historiska data finns för avkastning på olika typer av tillgångar, som statsobligationer, aktier och fastigheter. Med den informationen kan man räkna fram riskpremien genom att titta på den extra avkastning över den riskfria räntan som exempelvis aktier och fastigheter har genererat historiskt. Genom att ta ett genomsnitt av denna historiska riskpremien så har man en antagen riskpremie för framtiden som tillsammans med avkastningen på nuvarande statsobligationer ger ett antaget avkastningskrav (ibid, s. 251f).

$$r = r_f + (r_m - r_f)$$

Riskpremien ska vidare justeras för den inneburna risk som finns i fastigheten samt den individuella risk investeringen innebär för investeraren. Risken påverkas av typen av fastighet, exempelvis dess användningsområde och dess kunder, och området där den befinner sig. Den individuella risken påverkas bland annat av investerarens portfölj av fastigheter (ibid, s. 256).

$$r = r_f + (r_m - r_f) * i$$

Att beräkna avkastningskravet utifrån historiska data kan även kompletteras med undersökningar av vad fastigheter ger för avkastning idag och de priser som de handlas till, eftersom det motsvara den avkastning man faktiskt kan förvänta sig på marknaden idag (ibid, s. 254). Det vill säga avkastningen i form av kassaflöde dividerat med priset ger avkastningsräntan.

$$r = \frac{KF}{Pris}$$

Däremot är det inte alltid enkelt att få tag på prisuppgifter eftersom transaktionerna oftast har en privat karaktär där priserna inte listas öppet på marknaden dessutom sker affärerna mer sällan än exempelvis aktieaffärer på börsen (ibid, s. 272).

2.4.4 WACC

Skuldsättning och risken den för med sig måste återspeglas i avkastningskravet och för att ta hänsyn till dessa kan man använda sig av Weighted Average Cost of Capital (WACC), det vill säga det genomsnittliga avkastningskravet baserat på avkastningskraven hos eget kapital och skulder. En förutsättning dock för att denna WACC ska kunna användas korrekt är att kapitalstrukturen är konstant under den period som man använder detta avkastningskrav. Men med antagandet att kapitalstrukturen är konstant, eller varierar endast lite, är avkastningskravet användbart. Avkastningskravet byggs upp enligt nedan, där r_E är avkastningskravet på eget kapital, r_S är avkastningskravet från långivarna och dessa multipliceras i förhållande till det egna kapitalet respektive skuldernas relativa storlek i kapitalstrukturen (Geltner 2007, s. 307).

$$wacc = r_E * \frac{E}{E + S} + r_S * \frac{S}{E + S}$$

Hänsyn brukar även tas till skatter, genom att man räknar in skatteskölden som finns innebu-
ren i räntan man betalar för skulderna (Koller 2005, s. 298).

$$wacc = r_E * \frac{E}{E + S} + r_S * \frac{S}{E + S} * (1 - T)$$

2.5 Marknadsvärde och avkastningsvärde

Enligt IAS ska fastigheterna redovisas till verkligt värde, vilket i den här studien likställts med marknadsvärde. Enligt en teori finns det två typer av värden man kan se hos en fastighet, dels marknadsvärdet (market value, MV) och dels avkastningsvärdet (investment value, IV)t. Marknadsvärdet kan man se som det mest sannolika priset man kan få vid försäljning av en fastighet, det är alternativkostnaden för investeringen. Avkastningsvärdet däremot är det värde som den individuella investeraren, som äger och sköter fastigheten under en längre tid, ser och kan ibland skilja sig från marknadsvärdet. Detta bygger främst på ägarens förmåga att

generera och använda kassaflöde i fastigheten samt att fastigheten innehas under en lång period (Geltner 2007, s. 264f).

För att beräkna IV så använder man samma DCF värdering som när man beräknar MV och den långa prognosen av kassaflöde betonas här än mer och kan skilja sig mellan olika investerare men diskonteringsräntan bör vara den marknadsmässiga, det kan dock finnas tydliga skillnader mellan investerare som man kan ta hänsyn till. Med IV kan man sedan beräkna ett nytt NPV och beräknas som skillnaden mellan IV och MV. Fastigheten förväntas omsättas till marknadsvärdet (ibid, s. 266f).

$$\text{Säljarens_NPV}_{IV} = IV - MV$$

$$\text{Köparens_NPV}_{IV} = MV - IV$$

De vanligaste orsakerna till ett positivt NPV_{IV} är genom den individuella skattesituationen och fördelar man har i driften av fastigheten. Fördelarna kan exempelvis bero på en monopolistisk ställning på marknaden. Ägaren kan också uppnå fördelar när denne är användaren av fastigheten och har ett unikt användningsområde (ibid, s. 272). Vidare kan sägas att man inte ska betala mer än MV även om IV är högre än MV. Därför ska man även alltid vid utvärdering av en investering beräkna det relevanta MV och inte endast se på IV (ibid, s. 269-270). Vidare finns svårigheter att ta reda på ett rådande marknadspris eftersom dessa inte finns listade likt aktiemarknaden på börsen, utan det är av stor vikt att man beräknar värdet inför en affär. Eftersom båda parter i en förhandling måste göra sina beräkningar av vad MV är så är båda beroende av den information man har tillgång till och detta kan skapa fördelar för den ena parten (ibid, s. 272ff).

2.6 Redovisningsinformation och investerare

Det har sedan 1970-talet forskats mycket kring huruvida redovisningsinformation är till nytta vid investerares beslutsprocess. Tidig forskning fastslog att redovisning endast är användbar till investerares bedömning av företagets risktagande. Sådana resonemang är i linje med hypotesen om en effektiv marknad. De studier som gjorts inom området under senare år har emellertid visat att samspelet mellan information och marknad är betydligt djupare och mer sofistikerat än man tidigare trott (Fried et al. 2003, s. 4). Det går enligt en del forskning att uppnå

en överkastning på investeringsbeslut genom att använda redovisningsinformation (ibid, s, 185).

Enligt Leimdörfer³ (1999a, s. 1), rådgivare vid nordiska fastighetstransaktioner, kan ett fastighetsbolags redovisning påverka aktiemarknadens värdering av bolaget. Leimdörfers studie gjordes då fastigheterna redovisades till anskaffningsvärden. En slutsats var att bolag med höga redovisade värden i förhållande till fastigheternas marknadsvärden åsattes en högre/lägre premie/rabatt på aktiemarknaden än andra bolag. Detta förklarades med resonemanget att bokförda värden kan anses vara säkrare än orealiserade övervärden. Fastighetsbolag har traditionellt värderats genom substansvärdering (Leimdörfer 1999b, s1). Substansvärdet på ett företag definieras som marknadsvärde för samtliga tillgångar minskat med marknadsvärdet på samtliga skulder. En substansvärdesbedömning utgår från balansräkningen (Björklund & Nordlund 2005, s. 325).

2.7 Sammanfattning

IASB:s föreställningsram behandlar de kvalitativa egenskaper som är avgörande för användbarheten av den information som lämnas i rapporterna. De två viktigaste egenskaperna är relevans och tillförlitlighet. Enligt IAS 40 ska fastigheter värderas till verkligt värde, vilket är det samma som marknadsvärde. Två olika typer av metoder kan enligt IAS 40 användas vid värdering av fastigheter: ortsprismetoder eller avkastningskalkylbaserade metoder. Vid värdering av fastighetsbolag görs vanligen att beräkna substansvärdet. Forskning på senare år har visat att redovisningsinformation kan vara till nytta vid investerares beslutsprocess.

³ Leimdörfer är en rådgivare vid nordiska fastighetstransaktioner.

3 Metod

Eftersom forskarnas påverkan går att skönja i varje fas av forskningsprocessen blir det särskilt viktigt att se vilka teoretiska utgångspunkter och vilken kunskapssyn som funnits i bakgrunden och på vilket sätt genomförandet av studien skett.

3.1 Studiens genomförande

3.1.1 Metodologiskt ställningstagande

Traditionellt har forskning inom redovisning nyttjat en positivisk empirisk metodologi, vilken till stor del förlitar sig på metoder och teorier från neoklassisk ekonomi. Forskningens roll är enligt detta synsätt att härleda generella lagar och teorier om världen som underlättar vår förståelse för de empiriska observationerna (Ryan et al. 2002, s. 145). Föreliggande studie utgår dock från en alternativ och allt vanligare ansats inom redovisningsforskningen, nämligen den tolkande. Forskning inom redovisning med en tolkande ansats är holistiskt⁴ orienterad. Utgångspunkten är att sociala system inte kan behandlas på samma sätt som ett naturfenomen; ett socialt system är socialt konstruerat och kan förändras genom aktiviteter av individer i omgivningen. Erkännandet av mänskliga handlingar är grundläggande för ansatsen (ibid, s. 146).

3.1.2 Deskriptiva fallstudier

Syftet med den här studien är som tidigare nämnts att utveckla kunskap om fastighetsbolags värdering av förvaltningsfastigheter och identifiera faktorer som kan påverka värderingarnas relevans och tillförlitlighet. Det ansågs att en deskriptiv fallstudie var en lämplig metod för arbetet. Fallstudier accepteras i allt större utsträckning som forskningsmetod inom redovisning (Ryan et al. 2002, s. 142). En deskriptiv sådan beskriver redovisningssystem, tekniker och tillämpade metoder. Ett urval görs bland företag för att beskriva eventuella skillnader och likheter i tillämpad redovisning mellan de olika företagen (ibid, s. 143).

En fallstudie med en tolkande ansats tenderar att bli olik en studie med en positivistisk ansats. Förklaringsmodellen vid en positivistisk ansats bygger på deduktion. Ett sådant synsätt innebär att en särskild förekomst eller relation förklaras genom att den härleds till en eller flera

⁴ Enligt Nationalencyklopedin innebär holismen inom samhällsvetenskapen att kollektiva enheter inte enbart kan förklaras med hjälp av individerna.

generella lagar (Ryan et al. 2002, s. 147). I ett tolkande perspektiv kan dock endast de specifika omständigheterna i fallet användas till förklaring. Det är relationen mellan olika delar av det system som studeras och systemets relation till omgivningen som har ett förklaringsvärde. Detta kallar Abraham Kaplan (1964) för en mönstermodell ("pattern model of explanation"). Mönstermodellen ger empiriska förklaringar till särskilda händelser, men är inte lämplig att använda för förutsägelser om andra händelser (Ryan et al. 2002, s. 148). Teorier används för att förklara empiriska observationer och empirin modifierar teorin. Det sker således interaktion mellan teori och observation. Detta kan jämföras med det Alvesson och Skoldberg (1994, s. 42) beskriver som en abduktiv ansats. Vid en fallstudie innebär abduktion enligt Alvesson och Skoldberg att ett enskilt fall tolkas med hypotetiskt övergripande mönster som förklarar fallet, om det vore riktigt. Under processens gång utvecklas dels det empiriska tillämpningsområdet successivt, dels justeras och förfinas även teorin.

3.2 Val av studieobjekt

För att kunna välja ut studieobjekt behövdes en definition av fastighetsbolag. Enligt Björklund och Nordlund (2006, s. 295) kan en skiljelinje dras mellan bolag där fastigheterna ingår i den primära verksamheten och bolag där fastigheterna endast utgör en stödfunktion till en verksamhet som inte är kopplad till fastighetsbranschen. De bolag där fastigheterna är primärt intressanta kan i sin tur delas i kapitalförvaltande bolag, där fastigheterna i första hand ses som ett placeringsalternativ bland andra, respektive fastighetsförvaltande bolag som äger fastigheter som en produktionsresurs för att hyra ut lokaler och bostäder på hyresmarknaden. Den här studien är av praktiska skäl inriktad på fastighetsförvaltande bolag.

Enligt den förordning EU antog 2002 ska börsnoterade bolag inom unionen följa internationella redovisningsregler i koncernredovisningen från och med 1 januari 2005. Det finns i Sverige två börser där bolag kan vara noterade, OMX Nordiska Börs Stockholm (Stockholmsbörsen) och Nordic Growth Market (NGM). Vi valde att begränsa urvalet till bolag noterade på Stockholmsbörsen. En jämförelse mellan bolag noterade på NGM-börsen och Stockholmsbörsen ansåg vi ligga utanför den här studiens omfattning.

De bolag som är noterade på Stockholmsbörsen delas in i olika segment beroende på börsvärdet. Inom segmentet "Large Cap" presenteras bolag med ett börsvärde över en miljard euro.

Bolag med ett börsvärde mellan 150 miljoner till 1 miljard euro finns i segmentet ”Mid Cap” och bolag med ett börsvärde understigande 150 miljoner euro återfinns i segmentet ”Small Cap”. I början av 2007 fanns det 18 stycken fastighetsförvaltande bolag noterade på Stockholmsbörsen, varav 5 stycken inom segmentet Large Cap, 7 stycken inom Mid Cap och 6 stycken inom Small Cap. Ett urval av dessa skedde på grundval av följande kriterier:

- Bolagets aktie skulle ha varit noterad vid Stockholmsbörsen sedan senast i början av 2005. Detta för att möjliggöra insamling av kurshistorik sedan införandet av IFRS.
- Bolaget skulle inte varit inblandat i någon fusion eller annan mer eller mindre avancerad bolagsaffär under perioden 2005-2007. Detta kunde betraktas vara en störande faktor.

De bolag som slutligen valdes ut till studien presenteras nedan:

Tabell 3.1: Studerade bolag

Företagets namn	Segment
Brinova	Mid Cap
Castellum	Large Cap
Fabege	Large Cap
Fastpartner	Mid Cap
Heba	Mid Cap
Hufvudstaden	Large Cap
Klövern	Mid Cap
Kungsleden	Large Cap
Wallenstam	Mid Cap
Wihlborgs	Mid Cap

Något bolag inom segmentet Small Cap är som synes inte med i undersökning. Detta var inte medvetet val utan ett resultat av de kriterier som ställdes upp vid urvalsprocessen.

En av de två frågor som formulerades utifrån syftet handlade om investerares förhållningssätt till bolagens värderingar. Vi avser med investerare aktörer på aktiemarknaden. Bedömning av förhållningssätt sker här i termer av huruvida värderingarna anses relevanta och tillförlitliga.⁵ Det kan tänkas att aktiekursen för respektive bolag innebär en implicit värdering av fastig-

⁵ Relevans och tillförlitlighet definierades i kapitel 2, sidan 9.

hetsbeståndet och att man därigenom skulle få information om investerarnas förhållningssätt, men vi ansåg att vi behövde en grund för tolkning av aktiekurserna. Studien kom därför att utvidgas så att den även omfattar tre finansanalytiker⁶, anställda på tre olika banker, som bevakar de till studien utvalda fastighetsbolagen. De tre finansanalytikerna kommer enligt överenskommelse härafter att kallas Alfa, Beta och Charlie. Vi valde att studera just finansanalytiker då det tycks vara de som håller marknaden intelligent och de som leder den (Fried et al 2003, s. 186).

Studien kom alltså att omfatta tio fastighetsbolag och tre stycken finansanalytiker. Den kan därmed delas in i två delar:

- Del I handlar om finansanalytikers syn på fastighetsbolagen.
- Del II handlar om fastighetsbolagens utveckling och värdering av fastigheter.

3.3 Datainsamling och analys av data

Eliasson (2006, s. 22) beskriver hur en forskare kan förhålla sig till den miljö som studeras. Forskaren kan befinna sig på en skala mellan renodlad observatör och renodlad deltagare. En renodlad observatör förhåller sig genomgående passivt till omgivningen utan att påverka den på något sätt, medan den renodlade deltagaren engagerar sig fullt ut i den omgivande miljön. Vi har i den här studien intagit en roll som renodlade observatörer. Datainsamlingen bygger på finansanalytikers rapporter, finansiella rapporter och historiska aktiekurser.

3.3.1 Finansanalytikers rapporter

Data till den första delen av studien, där finansanalytikers bild av fastighetsbolagen studeras, inhämtades genom 14 stycken rapporter, varav Alfa och Beta hade skrivit sex stycken vardera. De resterande två hade skapats av finansanalytiker Charlie. Rapporterna behandlade värdering av sju av de till studien utvalda fastighetsbolagen (två rapporter per bolag). Bristande access gjorde att rapporter inte kunde införskaffas för studiens tre andra bolag. De insamlade rapporterna var skrivna under perioden 8 november 2007 till 3 april 2008. Merparten av rapporterna, nio stycken, var skrivna under februari 2008.

⁶ En finansanalytiker samlar in information om utvecklingen inom de företag eller branscher man bevakar. Bolagens ekonomi, ekonomiska förutsättningar, framtidsutsikter och annan information analyseras och värderas med hjälp av värderingsmodeller.

Rapporternas innehåll studerades i syfte att skapa en bild av hur finansanalytikerna går till väga vid värdering av fastighetsbolagen och hur de ser på den information de får från företagen. Fokus sattes på att identifiera faktorer som påverkade värderingen.

3.3.2 Finansiella rapporter och aktiekursdatabas

För de studerade bolagen inhämtades information från respektive bolags samtliga finansiella rapporter utgivna under perioden 2005-2008. Insamling av data skedde med ledning av resultat från del I av studien. Insamlingen förlades framför allt till följande områden:

- Resultaträkningen: Orealiserade värdeförändringar, resultatposter.
- Balansräkningen: Förvaltningsfastigheternas värde, eget kapital, uppskjuten skatteskuld.
- Noter: Värdering av förvaltningsfastigheter.

Värden för respektive bolag matades in i ett Excel-ark. För fyra av bolagen – Brinova, Castellum⁷, Fabege, Fastpartner – matades värden in för samtliga kvartal under perioden 2005-01-01 till 2007-12-31. Det framgick allt eftersom att alla värden inte skulle komma att användas i studien, vilket var en anledning till att inte lika många värden matades in för de övriga sex bolagen.

För varje bolag laddades de historiska aktiekurserna ned från OMX databas för perioden 2005-01-01 till 2008-03-31. Aktiekursen den sista handelsdagen varje månad lades in i ett Excel-ark.

3.4 Presentation

Resultatet från del I av studien presenteras i kapitel 4. En delanalys av resultatet finns i slutet av kapitlet. Resultatet från del II av studien presenteras i kapitel 5. Därefter finns en övergripande analys i kapitel 6.

⁷ I appendix A finns Excel-arket för Brinova och Castellum

4 Del I: Finansanalytikers syn på fastighetsbolagen

I detta kapitel presenteras resultatet från del I av studien. Först redogörs det för hur finansanalytikerna värderar bolagen, därefter beskrivs hur de förhåller sig till den information de fick från företagen under slutet av 2007.

4.1 Observationer från finansanalytikers rapporter

Följande kapitel bygger på observationer från 14 stycken rapporter skrivna av tre stycken finansanalytiker. Finansanalytikerna har valt att kallas Alfa, Beta och Charlie.

4.1.1 Fundamental värdering

Det framgår inte explicit av Betas och Charlies rapporter hur de går till väga när de olika fastighetsbolagen värderas, men de innehåller data som visar på flera tänkbara värderingsmodeller. Finansanalytiker Alfa beskriver däremot förfarandet relativt utförligt. Den fundamentala värderingen är baserad på fastighetsbolagets substansvärde och den avkastning som genereras i förhållande till substansvärdet. Beräkning av substansvärdet sker på följande sätt:

$$\text{Substansvärde} = \text{Eget kapital} + \left(1 - \frac{0,1}{0,28}\right) * \text{Uppskjuten skatteskuld}$$

Således, substansvärdet utgörs av det redovisade egna kapitalet och en större del av den uppskjutna skatteskulden. Den uppskjutna skatteskulden bedöms vara en del av substansvärdet eftersom Alfa räknar med att den effektiva skattesatsen är lägre än den redovisade nominella skattesatsen om 28 procent då det går att sälja fastigheter på ett skatteeffektivt sätt. Den effektiva skattesatsen beräknas till 10 procent. Den avkastning som genereras i förhållande till substansvärdet inkluderar både utdelning och balanserad vinst; antingen växer det egna kapitalet eller så delas det ut till aktieägarna, enligt finansanalytiker Alfa. Beta och Charlie visar som nämnts inte hur värderingen går till, men det framgår att de beräknar substansvärdet på samma sätt som Alfa.

Huruvida aktien ska handlas till en premie eller rabatt i förhållande till substansvärdet baseras på om bolaget förväntas uppfylla det avkastningskrav Alfa har för bolaget. Enligt analytiker Alfa har nordiska fastighetsbolag under vissa perioder handlats till en rabatt uppgående till 30 procent då avkastningen varit låg, det vill säga när räntorna varit höga och värdetillväxten i

fastighetsbeståndet varit svag. Då avkastningen varit god, alltså när räntorna varit låga och fastighetsbeståndets värde stigit, har fastighetsbolagen handlats till en premie uppgående till 30 procent.

Finansanalytiker Alfa gör värderingen utifrån både en relativ och absolut ansats. Det handlar enligt Alfa inte bara om att skapa sig en bild om avkastningen från det enskilda bolaget, utan också att förstå utvecklingen inom sektorn. Det primära syftet med värderingen beskrivs som att skapa en korrekt prognos för företaget, men det är enligt Alfa mycket svårt att fånga de cykliska värdeförändringarna inom fastighetsbeståndet. Den typen av förändringar har betydelse för substansvärdet. Därför är en relativ värdering motiverad.

4.1.2 Förhållningssätt till bolagens information

Ett flertal företag överraskade analytiker Beta genom att redovisa kraftiga värdeökningar under fjärde kvartalet 2007. Beta hade inte räknat med detta då denne trodde att marknadens styrka redan diskonterats i fastighetspriserna. Ett av bolagen som redovisade en värdeökning ursäktades dock av Beta eftersom denne anser att det bolaget redovisat för låga marknadsvärden tidigare. Finansanalytiker Beta menar att bolagets fastighetsbestånd redovisas till ett värde som reflekterar faktiska marknadsvärden på ett bättre sätt än tidigare efter uppskrivningen. Beta skriver vidare att uppskrivningen gör att nivån aktiekurs/substansvärde blir mer i linje med konkurrenternas.

Alfa och Beta är överens om att risken för negativa värdeförändringar (nedskrivningar) framöver är stor. Enligt Beta måste positiva förändringar komma från lägre vakansgrader och hyreshöjningar, vilket kommer att vara svårt att åstadkomma med begränsad framtida sysselsättningsstillväxt. Beta skriver vidare att marknaden förväntar sig ökade avkastningskrav. Det pratas om att kravet på direktavkastning för högkvalitativa fastigheter i de bästa lägena⁸ kommer att stiga med 25 baspunkter⁹ och för sekundära fastigheter med 25-100 baspunkter. Beta hävdar att marknaden räknat in ökade avkastningskrav med 50 baspunkter eftersom de flesta fastighetsbolagen handlas till en rabatt. Beta framhåller dessutom att aktiemarknaden inte kommer vara välvilligt inställd till tillgångsansamlande strategier i en miljö med ökade avkast-

⁸ Så kallad "prime yield".

⁹ En baspunkt är en hundraedels procent.

ningskrav och substansrabatt.

Under en kapitalmarknadsdag fastslog fastighetsbolagets X ledning att avkastningskraven för kommersiella fastigheter ökat mellan 50-100 baspunkter under den senaste perioden. Detta skulle innebära att värdet på X fastighetsportfölj skulle minska med 500-1000 MSEK. I diskussioner med analytiker Beta menade ledningen att detta förekommit i samband med fastighetsvärderingen i slutet av 2007 och att det inte skulle påverka resultaträkningen, åtminstone inte på kort sikt.

4.2 Delanalys

Finansanalytiker Alfa, Beta och Charlies beräkning av substansvärdet utgår från balansräkningen. Substansvärdet är det redovisade egna kapitalet med en justering för den uppskjutna skatteskulden. Analytiker Alfa värderar sedan bolaget bland annat utifrån den avkastning som genereras i förhållande till substansvärdet. Det faktum att Alfa endast justerar för den uppskjutna skatteskulden torde innebära att det redovisade egna kapitalet, och därmed fastigheternas värde, ses som relevant information. Analytiker Alfa bedömer framtida händelser med hjälp av substansvärdet.

Enligt teorin värderas bolag till en premie om den förväntade avkastning är högre än avkastningskravet, vilket stämmer väl överens med Alfas resonemang om avkastning i förhållande till substansvärdet. Beta beskriver samtidigt hur ett bolag med ett tidigare för lågt värderat fastighetsbestånd efter en uppskrivning handlades mer i linje med konkurrenternas nivå aktiekurs/substansvärde. Detta skulle kunna tolkas som att marknaden åsätter bolag med lågt värderade fastighetsbestånd en högre premie än bolag med för högt värderade bestånd.

Beta skriver vidare att marknaden inte är välvilligt inställd till tillgångsansamlade strategier i en miljö med stigande avkastningskrav. Det kan tolkas som att en eventuell uppskrivning av en fastighet inte kommer anses tillförlitlig av finansanalytiker Beta.

5 Del II: Aktiekurs, substansvärde och fastighetsvärdering

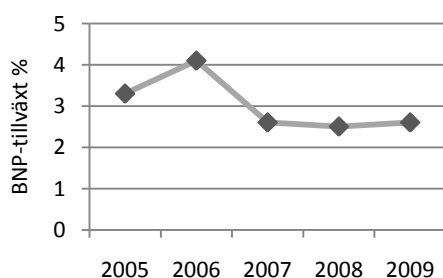
I detta kapitel presenteras resultatet från del II av studien. Först redogörs kort för den ekonomiska utvecklingen under den undersökta perioden. Därefter presenteras insamlingen om data för respektive bolags aktiekurs, redovisade värde och värderingsmodell för fastigheterna.

5.1 Ekonomisk utveckling

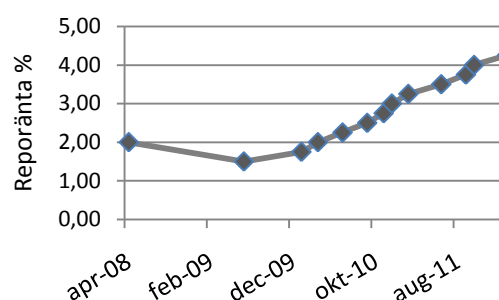
Finansanalytiker Alfa menar att nordiska fastighetsbolag kan handlas till en rabatt under perioder då bolagens avkastning varit låg, det vill säga när räntorna varit höga och värdetillväxten i fastighetsbeståndet varit svag. Då avkastningen varit hög – när räntorna varit låga och värdetillväxten stark – har bolagen handlats till en premie. Här redogörs kortfattat för den ekonomiska utvecklingen i samhället under perioden 2005-2008 för att skapa en bild av i vilken miljö fastighetsbolagen har verkat i.

BNP-tillväxten var hög under 2005 och 2006 men avtog under 2007. Tillväxten förväntas vidare fortsätta på en lägre nivå under 2008 och 2009 enligt Konjunkturinstitutet (2008). Avmattningen i USA kan även bli längre och djupare än räknat vilket för med sig att tillväxten kan sjunka ytterligare i Sverige de närmaste åren (Konjunkturinstitutet 2008). Under vår studerade period har riksbankens reporänta ändrats vid flera tillfällen. Den har gått från en relativt låg nivå på som lägst 1,5 procent till dagens 4,25 procent (Riksbanken 2008).. Utvecklingen kan ses i figurerna nedan

Figur 5.1: BNP-tillväxten 2005-2009



Figur 5.2: Reporäntan 2004-2008



5.2 Observationer från finansiella rapporter och databas

Följande text och siffror bygger på den information som finns tillgänglig i respektive bolags finansiella rapporter. Aktiekurser kommer från den databas för historiska kurser som OMX Nordiska Börs tillhandahåller.

5.2.1 Definitioner

Här följer definitioner av begrepp som används i den följande texten:

- *Substansvärde*: Redovisat eget kapital samt en större del (1-(0,1/0,28)) av uppskjuten skatteskuld.¹⁰ Vid beräkning av substansvärde per aktie har substansvärdet vid varje tidpunkt dividerats med antalet aktier den 31 mars 2008.
- *Aktiekurs*: Aktiekursen har hämtats från OMX databas. Kursen har sedan multiplicerats med antalet aktier vid den berörda tidpunkten (detta utgör marknadskapitaliseringen). Marknadskapitaliseringen har dividerats med antalet aktier den 31 mars 2008.
- *Nettoresultat*: Resultat efter skatt.
- *Orealiserade värdeförändringar*: Utgörs av posten ”Orealiserade värdeförändringar” i resultaträkningen som hänför sig till fastigheter.¹¹
- *Orealiserade värdeförändringar/Nettoresultat*: 72 procent av den orealiserade värdeförändringen (skatten är 28 procent) dividerat med nettoresultatet.
- *Orealiserade värdeförändringar/Fastighetsbestånd*: Orealiserad värdeförändring under perioden divideras med utgående fastighetsbestånd.

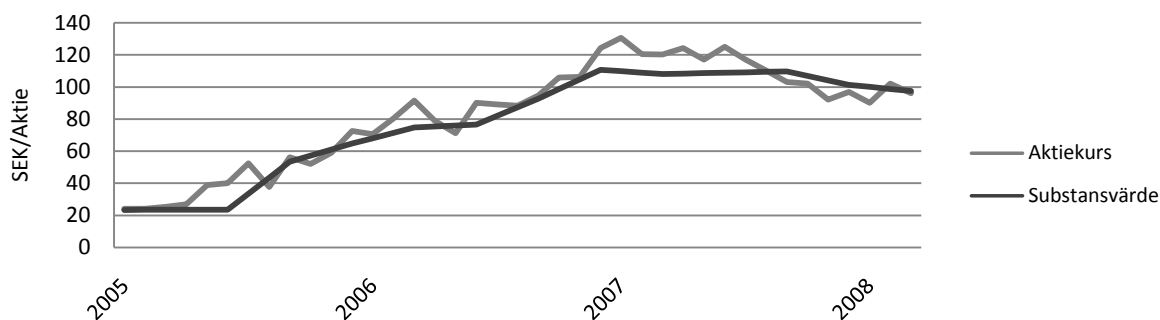
5.2.2 Brinova

Brinova klassificeras som ett ”Mid Cap” på Stockholmsbörsen (OMX). Bolaget bildades 2002 och äger logistikfastigheter, kommersiella lokaler, bostäder samt att det innehar aktier i noterade och noterade fastighetsbolag. Innehavet i andra bolag utgör ungefär en tredjedel av balansomslutningen (Brinova 2007, s 3). Grafen nedan visar aktiekursens och substansvärdets utveckling.

¹⁰ Den uppskjutna skatteskulden utgörs av den som redovisats i balansräkningen. Två bolag, Faberge och Kungsholmen, har dock inte redovisat någon skatteskuld då de kvittat den mot förlustavdrag. Den uppskjutna skatteskulden för de bolagen har då tagits från noterna. Hela den skuld som uppkommit på grund av fastigheternas värdeförändring har använts. Det har antagits att skulden utvecklas i jämn takt under året.

¹¹ Fastpartner har redovisat realiserade och orealiserade värdeförändringar inom samma post. Det har inte framgått hur stor del den orealiserade värdeförändringen utgör av posten. Vi har antagit att hela posten är orealiserad.

Figur 5.3: Brinovas aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2008-03-31



Brinovas aktie har handlats till en premie under större delen av perioden, men under slutet av 2007 handlades aktien till en mindre rabatt. Substansvärdet har stigit från 23 SEK den 1 januari 2005 till 101 SEK den sista december 2007. De orealiserade värdeförändringarna har utgjort cirka en tredjedel av nettoresultatet, vilket framgår av tabellen nedan.

Tabell 5.1: Brinovas substansvärde, orealiserade värdeförändringar och premie/rabatt

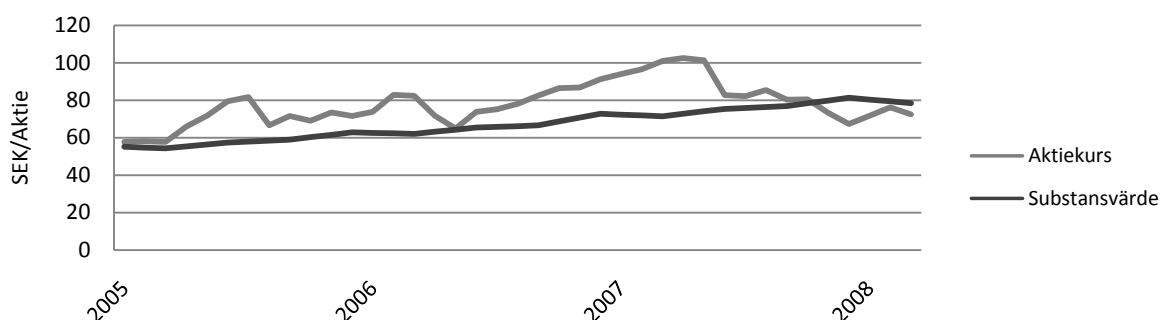
SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	23	65	110	23
Nettoresultat	+8	+14	+14	+36
Orealiserad värdeförändring/Nettoresultat	30%	37%	14%	27%
Orealiserad värdeförändring/Fastighetsbestånd	4%	5%	2%	10%
Substansvärde, utgående värde	65	110	101	101
Genomsnittlig premie/rabatt	18%	7%	5%	10%

Brinovas värdering av fastigheterna baseras på sexårig kassaflödesmodell för varje enskild fastighet. Det bedömda verkliga värdet räknas fram genom att diskontera kassaflödena med ett avkastningskrav som härletts från transaktioner på marknaden för likartade objekt. Utöver den interna värderingen görs en extern värdering av drygt hälften av beståndets värde. Den externa värderingen visade på något högre värde än den interna värderingen (Brinova 2007, s. 72).

5.2.3 Castellum

Castellum presenteras inom segmentet "Large Cap" på Stockholmsbörsen. Bolaget har kommersiella fastigheter i Storgöteborg, Öresundsområdet, Storstockholm, Mälardalen och Östra Götaland (Castellum 2007, s. 2).

Figur 5.4: Castellums aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2008-03-31



Castellumaktien har handlats till en premie under större delen av perioden. Premien uppgick till drygt 40 procent under det första kvartalet 2007, men aktiekursen sjönk så kraftigt därefter att aktien handlades till en rabatt vid årets slut. Substansvärdet har stigit från 54 SEK den 1 januari 2005 till 81 SEK den 31 januari 2007.

Tabell 5.2: Castellums substansvärde, orealiserade värdeförändringar och premie/rabatt

SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	55	63	73	55
Nettoresultat	+8	+10	+9	+27
Orealiserad värdeförändring/Nettoresultat	48%	46%	44%	46%
Orealiserad värdeförändring/Fastighetsbestånd	4%	4%	3%	10%
Substansvärde, utgående värde	63	73	81	81
Genomsnittlig premie/rabatt	19%	20%	16%	18%

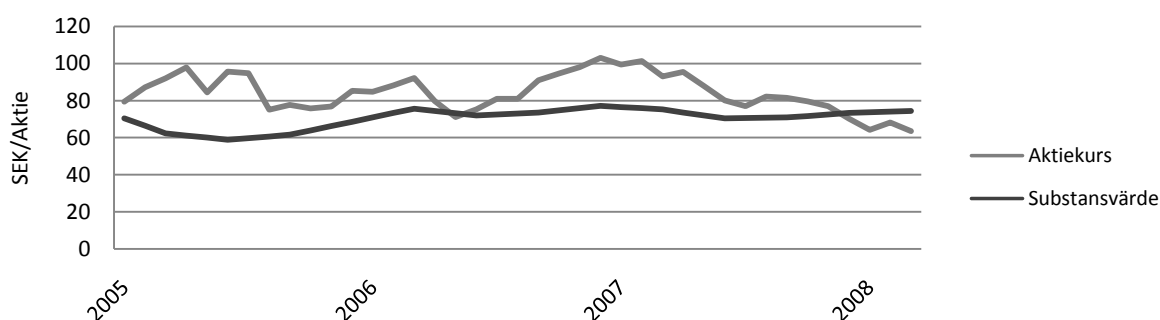
Castellum beräknar fastighetsbeståndets värde enligt en kassaflödesmetod. Värdet utgörs av summa nuvärde av driftöverskott minskat med återstående investeringar på igångsatta projekt under de närmaste nio åren. Till detta läggs nuvärdet av ett bedömt restvärde år 10, vilket utgörs av summa nuvärde av driftöverskott under återstående ekonomisk livslängd (Castellum 2007, s. 89). Avkastningskravet på totalt kapital används för att diskontera det bedömda 9-åriga framtida kassaflödet, medan diskontering av restvärdet sker med avkastning på totalt kapital reducerat med tillväxt motsvarande antagen inflationstakt (Castellum 2007, s. 90). Kravet för avkastning på totalt kapital är den vägda kostnaden för lånat och eget kapital. Kostnaden för lånat kapital utgår från marknadsmässig ränta på lån. Kostnaden för eget kapital utgår från den "riskfria räntan" motsvarande lång statsobligationsränta med tillägg för

”riskpremie”. Riskpremien är individuell för varje fastighet (ibid). Castellum har låtit en extern värderare (NAI Svefa) värdera 50 procent av värdemässigt fastighetsbestånd för att ”säkerställa värderingen” (ibid). Den externa värderaren bedömde att fastigheterna hade ett högre värde än vad Castellum gjorde.

5.2.4 Fabege

Fabeges klassificeras som ett ”Large Cap” på Stockholmsbörsen. Bolaget var tidigare noterat på börsen under namnet Wihlborgs, men bytte namn under våren 2005 i samband med att fastigheter i Öresundsregionen delades ut till aktieägarna och noterades på börsen. Det nya bolaget som skapades behöll det gamla namnet Wihlborgs Fastigheter (Fabege 2005, s. 16). Utdelningen gjorde att Fabeges verksamhet koncentrerades till Stockholmsregionen där man framför allt är verksam i innerstaden, Hammarby Sjöstad och Solna. Kommersiella lokaler svarar för 97 procent av hyresvärdet, medan resterande del utgörs av bostäder (Fabege 2007, s. 28f).

Figur 5.5: Fabeges aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2008-03-31



Fabeges fastighetsbestånd har förändrats mycket mellan 2005 och 2007, vilket har medfört att substansvärdet inte ökat i någon större utsträckning. Bolagets aktie har handlats till en premie under större delen av perioden. Under det första kvartalet 2008 har dock aktiekursen sjunkit så att aktien handlas till en rabatt.

Tabell 5.3: Fabeges substansvärde, orealiserade värdeförändringar och premie/rabatt

SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	75	69	77	75
Nettoresultat	+15	+13	+11	+39

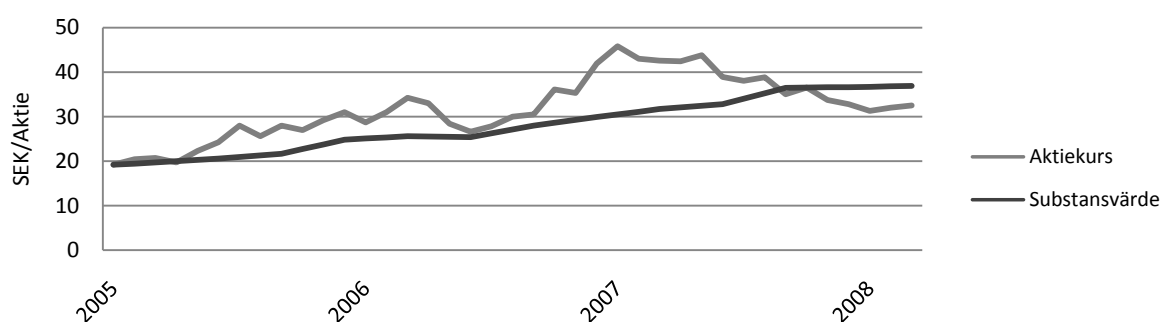
Orealiserad värdeförändring/Nettoresultat	23%	29%	35%	28%
Orealiserad värdeförändring/Fastighetsbestånd	4%	4%	3%	9%
Substansvärde, utgående värde	69	77	73	73
Genomsnittlig premie/rabatt	35%	17%	17%	23%

Fabeges fastighetsbestånd värderas av externa värderingsmän. Värderarna får uppgifter som gällande och kommande hyreskontrakt, löpande drift och underhållskostnader bland annat. Fastighetsvärderingen baseras på kassaflödesanalyser. I det normala fallet nuvärdesberäknas driftöverskotten under en femårig kalkylperiod samt restvärdet vid kalkylperiodens slut. Restvärdet utgörs av fastighetens marknadsvärde vid kalkylperiodens slut och bedöms utifrån det prognostiserade driftnettot för första året efter kalkylperioden (Fabege 2007, s. 66). Det avkastningskrav som används vid värderingen utgörs av ett nominellt räntekrav på totalt kapital före skatt. Kravet är baserat på bedömningar av marknadens förräntningskrav för liknande objekt.

5.2.5 Fastpartner

Fastpartner presenteras inom segmentet Mid Cap på Stockholmsbörsen. Bolagets fastighetsbestånd består framför allt av kommersiella lokaler i Stockholm och Gävle.

Figur 5.6: Fastpartners aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2007-12-31



Fastpartners aktie har handlats till en premie i princip under hela perioden. Premien uppgick till drygt 40 procent vid slutet av 2006. Därefter har kursen sjunkit och aktien handlades till en 90 procent av substansvärdet den sista december 2007. Under det första kvartalet 2008 har rabatten ökat något. Substansvärdet har stigit från 20 SEK den 31 januari 2005 till 57 SEK den 31 december 2007.

Tabell 5.4: Fastpartners substansvärde, orealiserade värdeförändringar och premie/rabatt

SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	19	25	30	19
Nettoresultat	+6	+6	+7	+19
Orealiserad värdef. / Nettoresultat	14%	48%	70%	45%
Orealiserad värdef. / Fastighetsbestånd	2%	7%	9%	16%
Substansvärde, utgående värde	25	30	37	37
Genomsnittlig premie/rabatt	15%	19%	17%	17%

Fastpartners fastighetsbestånd värderas av en extern värderare. Underlaget för värderingen utgörs av information som Fastpartner lämnat om fastigheterna, så som utgående hyra, avtalsperiod, vakansnivåer etc. (Fastpartner 2007, s. 47). Bedömningen av fastigheternas värde bygger på kassaflödesanalyser för varje fastighet. Kassaflödesanalysen utgörs av en bedömning av nuvärdet av fastighetens framtida driftnetton under en kalkylperiod samt nuvärdet av fastighetens restvärde efter kalkylperiodens slut. Normalt uppgår kalkylperioden till 10 år. Restvärdet bedöms utifrån det beräknade driftnettot för första året efter kalkylperiodens slut. Det avkastningskrav som används vid värderingen utgörs av ett nominellt räntekrav på totalt kapital före skatt. Räntekravet baserat på bedömningar av marknadens förräntningskrav för likartade fastigheter. Bedömningen av räntekravet görs per fastighet.

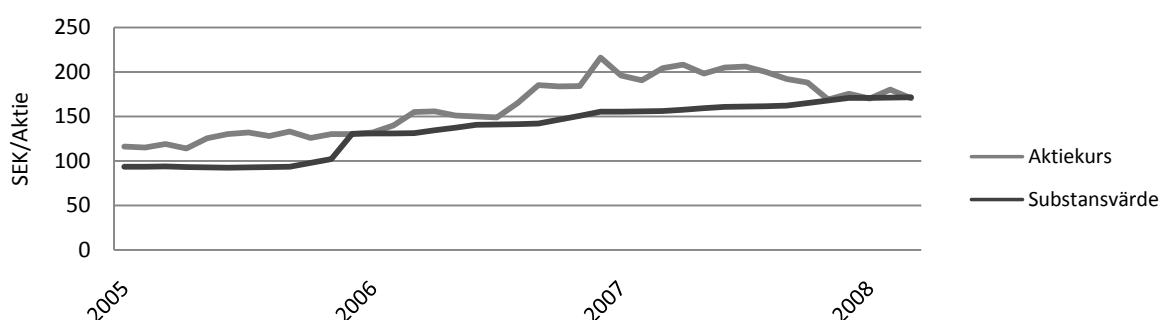
5.2.6 Heba

HEBA är ett fastighetsbolag som fokuserar på flerbostadsfastigheter främst i Stockholm och det största delen av beståndet återfinns i Stockholm Söderort. Intäkterna omfattar till största del hyresintäkter som direkt påverkas av de överläggningar som sker mellan de kommunala bolagen och Hyresgästföreningen. Årsomsättningen för hyresintäkter år 2007 var ca 184 miljarder SEK (HEBA 2007). Börsvärdet för HEBA den 31 december 2007 motsvarade 2,4 miljarder (OMX 2008).

Det totala redovisade värdet för fastighetsbeståndet år 2007 var ca 3,1 miljarder SEK. För att beräkna fastigheternas värde har HEBA använt sig av kassaflödesmetoden (diskonterad kassaflöden) och värderingen har skett externt med hjälp av Forum Fastighetsekonomi AB. Modellen bygger på prognoser om framtida kassaflöden vilka har diskonterats tillbaka till ett nuvärde och ett framtida marknadsvärde vid periodens slut har beräknats, kalkylperioden är 5 år. I beräkningarna har man gjort jämförelser med transaktioner som genomförts på markna-

den av liknande fastigheter. Vidare har antaganden gjorts av den framtida inflationen som bedöms vara 2 procent samt att hyresnivån kommer att växa i takt med denna inflation. Avkastningskraven har beräknats för varje enskild fastighet och baseras på analyser av transaktioner på marknaden samt fastighetens risk och marknadsposition. Avkastningskravet motsvarar 2,4 till 6,0 procent och kalkylräntan är 4,5 till 8,3 procent. Enligt principerna för värderingen skall det beräknade marknadsvärdet motsvara det värde som säljare och köpare kan enas om på en fri och öppen marknad (HEBA 2007).

Figur 5.7: HEBA:s aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2008-03-31



Sedan år 2005 har substansvärdet per aktie stigit från en nivå strax under 100 SEK till ca 170 SEK per aktie (HEBA 2004-2008). Den justerade aktiekursen har även utvecklats positivt fram till sista kvartalet 2006, sedan har den sjunkit i värde. Det har under hela perioden funnits en skillnad mellan priset per aktie och substansvärdet per aktie och aktien har handlats till en premie. Avståndet har ökat fram till fjärde kvartalet 2006 för att sedan minska fram till dagens nivå där det båda värdena nära överensstämmer med varandra. De två värdena tangerade även varandra runt årsskiftet 2005/2006. Aktiekursen har gått från ett värde på ca 124 SEK till ca 170 SEK i slutet av kvartal ett 2008 (OMX 2008).

Tabell 5.5 HEBA:s substansvärde, orealiserade värdetförändringar och premie/rabatt

SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	115	131	160	115
Nettoresultat	15	26	19	60
Orealiserad värdetförändring/Nettoresultat	76%	61%	80%	70%
Orealiserad värdetförändring/Fastighetsbestånd	9%	11%	9%	26%
Substansvärde, utgående värde	131	160	166	166

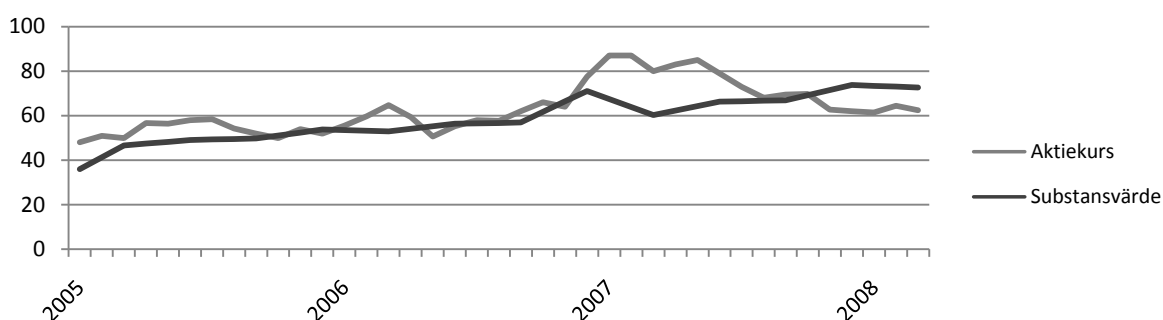
Genomsnittlig premie/rabatt	29%	16%	21%	22%
-----------------------------	-----	-----	-----	-----

5.2.7 Hufvudstaden

Fastighetsbolaget Hufvudstaden fokuserar sitt fastighetsbestånd i centrala delar av Stockholm och Göteborg. Fastigheterna är belägna i attraktiva områden och inrymmer handel, kommunikationer och kultur. Exempel på fastigheter är NK i både Stockholm och Göteborg (Hufvudstaden 2008). Hyresintäkterna för hela fastighetsbeståndet var år 2007 ca 1,2 miljarder SEK (Hufvudstaden 2007).

Innehavet av fastigheter har ett redovisat värde motsvarande 20,5 miljarder SEK slutet av 2007. Fastigheterna har värderats med direktavkastningsmetoden med hjälp av både interna och externa värderare, de externa värderarna är DTZ Sverige AB och FS Fastighetsstrategi AB. De externa värderingarna har gjorts på 40 procent av fastighetsinnehavet. Fastigheterna bedöms och värderas individuellt. Skillnaden i värdering mellan Hufvudstaden och de externa värderarna uppgår till 3 till 9 procent. Hyresintäkterna har beräknats med en antagen vakans (icke uthyrd yta) om 5 till 7 procent. Avkastningskraven varierar med geografiskt område och motsvarar 4,0 till 5,75 procent, jämförelser har gjorts med liknande fastigheter och transaktioner på marknaden (Hufvudstaden 2007). Hufvudstadens totala börsvärde i slutet av år 2007 var 12,8 miljarder SEK (OMX 2008).

Figur 5.8: Hufvudstaden aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2008-03-31



Det beräknade substansvärdet per aktie enligt redovisningen har utvecklats uppåt sedan 2005, från en nivå på ca 35 SEK till ca 75 SEK kvartal ett 2008 (Hufvudstaden 2004-2008). Likaså har den justerade aktiekursen stigit från en nivå kring 50 SEK till ca 60 SEK per aktie och

aktien har till störst del handlats till en premie. Man kan dock se en neråtgående trend i aktiekursen från andra kvartalet 2007 (OMX 2008).

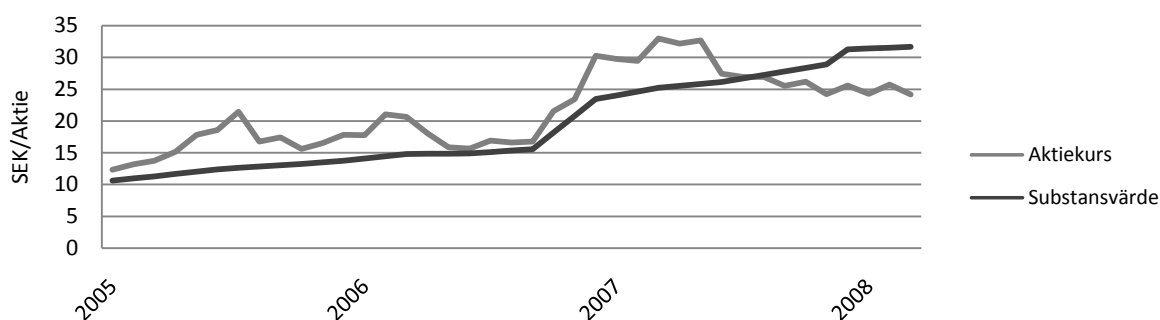
Tabell 5.6: Hufvudstadens substansvärde, orealiserade värdeförändringar och premie/rabatt

SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	45	54	71	45
Nettoresultat	6	17	12	35
Orealiserad värdeförändring/Nettoresultat	54%	56%	78%	63%
Orealiserad värdeförändring/Fastighetsbestånd	6%	15%	13%	30%
Substansvärde, utgående värde	54	71	74	74
Genomsnittlig premie/rabatt	13%	5%	14%	11%

5.2.8 Klövern

Klövern har ett blandat fastighetsbestånd men med fokus på kommersiella fastigheter och kontorslokaler dominerar innehavet. Man äger fastigheter i flera delar av de södra och mellersta delarna av Sverige. Det totala fastighetsbeståndets värde uppgick i slutet av 2007 till ca 1,1 miljarder SEK. Värderingen av fastigheterna har skett med kassaflödesmetoden med hjälp av både interna och externa värderare. Den externa värderingen görs varje kvartal av 20 till 30 procent av beståndet med hjälp av DTZ Sverige AB. Men hela beståndet externvärderas minst en gång under en 12 månadersperiod. Avkastningsnivån har beräknats för varje enskild fastighet utifrån den unika risken samt gjorda transaktioner på respektive ort enligt ortsprismetoden. Klövern använder en diskonteringsränta mellan 5 och 13 procent samt en långsiktig vakans mellan 5 och 10 procent. Kalkylperioden motsvarar fem år där kassaflödet diskonteras till ett nuvärde. Restvärdet beräknas enligt evighetskapitalisering som bygger på de externa värderarnas marknadsdatabaser för avkastningskrav (Klövern 2007).

Figur 5.9: Klöverns aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2008-03-31



Hyresintäkterna har ökat under perioden 2004-2007 från 485 miljoner SEK till 1,1 miljarder (Klövern 2004-2007). Det totala börsvärdet i slutet av 2007 uppgick till 4,2 miljarder SEK (OMX 2008). När man studerar utvecklingen i den justerade börskursen ser man en uppgång från ca 12 SEK per aktie till en nivå kring 25 SEK i slutet av kvartal ett 2008. Under samma period har det enligt redovisningen omräknade substansvärdet per aktie stigit från ca 11 SEK till drygt 30 SEK per aktie (Klövern 2004-2008). Under större delen av perioden har aktien handlats till en premie.

Tabell 5.7 Klöverns substansvärde, orealiserade värdeförändringar och premie/rabatt

SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	10	14	23	10
Nettoresultat	2	4	7	13
Orealiserad värdeförändring/Nettoresultat	25%	25%	51%	39%
Orealiserad värdeförändring/Fastighetsbestånd	2%	2%	7%	10%
Substansvärde, utgående värde	14	23	31	31
Genomsnittlig premie/rabatt	33%	19%	7%	20%

5.2.9 Kungsleden

Fastighetsbolaget Kungsleden fokuserar mer på avkastning än specifika geografiska områden eller kategori av fastighet när de väljer sina investeringar. Man äger fastigheter i hela landet samt i Tyskland. Fastighetsbeståndet består både av kommersiella fastigheter och fastigheter för offentlig verksamhet (Kungsleden 2008). Hyresintäkterna för dessa fastigheter var år 2007 motsvarande 2,3 miljarder SEK. Samtidigt var det totala redovisade marknadsvärdet för fastighetsbeståndet 25,7 miljarder SEK. För värdering av fastigheterna har man använt sig av kassaflödesmetod som görs internt. Nuvärdesberäkningen görs på en prognosperiod om fem år och de förväntade hyresbetalningarna bygger på nuvarande kontrakt. Alla beräkningar görs för varje enskild fastighet och kostnadsberäkningarna utgår från historiska nivåer. Värderingar görs även externt för att kvalitetssäkra resultatet. Jämförelser med det realiserade försäljningsvärdet görs också, år 2007 översteg försäljningsvärdet den interna värderingen med 7 procent och den externa värderingen med 15 procent (Kungsleden 2007).

Figur 5.10: Kungsledens aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2008-03-31



Börsvärdet för Kungsleden var i slutet av 2007 9,8 miljarder SEK (OMX 2008). Under den aktuella tidsperioden har den justerade börskursen för Kungsleden utvecklats från en nivå kring 70 SEK till återigen ca 7 SEK per aktie och har handlats till en premie om än en låg sådan. Under perioden har en aktiesplit om 3:1 gjorts under början av 2006. Substansvärdet per aktie har stigit från ca 30 SEK till en nivå runt 65 SEK (Kungsleden 2004-2008).

Tabell 5.8: Kungsledens substansvärde, orealiserade värdeförändringar och premie/rabatt

SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	40	68	88	40
Nettoresultat	15	26	18	58
Orealiserad värdeförändring/Nettoresultat	43%	43%	41%	42%
Orealiserad värdeförändring/Fastighetsbestånd	5%	9%	5%	18%
Substansvärde, utgående värde	68	88	93	93
Genomsnittlig premie/rabatt	-11%	14%	6%	3%

5.2.10 Wallenstam

Wallenstam äger fastigheter i Göteborg, Stockholm och Helsingborg, varav Stockholm och Göteborg står för 85 procent av verksamheten. Innehavet fokuserar på flerbostadsfastigheter samt kommersiella fastigheter i Göteborg. Fastigheterna värderas till ca 18 miljarder SEK i slutet av 2007 och hyresintäkterna samma år uppgick till 1,2 miljarder SEK. Metoden för att värdera fastigheterna bygger på en modell som ställs upp nedan (Wallenstam 2007):

Värderingsmodellen beskrivs som en avkastningsmodell, där driftsnettot divideras med avkastningskravet, det vill säga man värderar fastigheten enligt en evighetsformel. Värderingen görs internt för varje enskild fastighet. I värderingen delas exempelvis fastigheterna upp i bo-

stadsyta och lokalyta och dessa värderas med olika avkastningskrav. De värden som tas fram jämförs sedan med prisstatistik för liknande objekt. Värderingarna uppdateras inför varje kvartalsrapport. Avkastningskraven ligger mellan 4,5 och 9,0 procent (Wallenstam 2007).

Figur 5.11: Wallenstams aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2008-03-31



Wallenstams totala börsvärde var i slutet av år 2007 motsvarande 7,2 miljarder SEK. Den justerade aktiekursen och det beräknade substansvärdet per aktie tangerar varandra flera gånger under tidsperioden. Under den aktuella tidsperioden har den justerade aktiekursen omvärderats från en nivå på ca 70 SEK till ca 120 SEK. Under kvartal två 2005 genomfördes en aktiesplit 5:1 (Wallenstam 2005). Samtidigt har substansvärdet per aktie utvecklats från ett värde på ca 95 till 160 SEK. Sammantaget har aktien handlats till en låg rabatt.

Tabell 5.9 Wallenstams substansvärde, orealiserade värdeförändringar och premie/rabatt

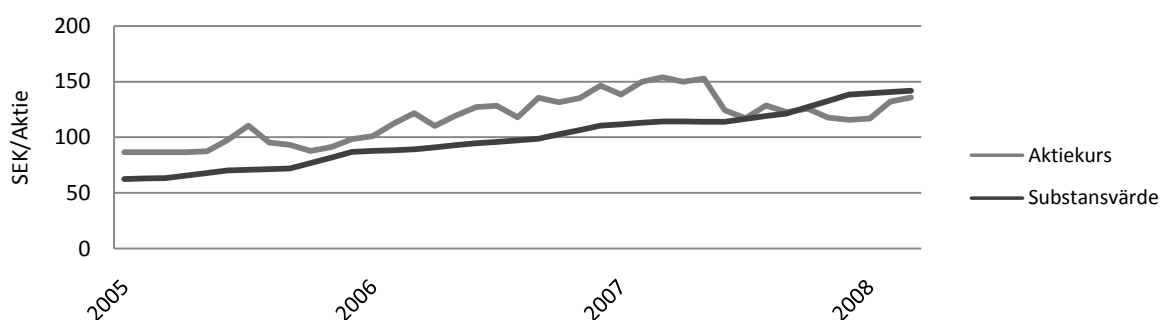
SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	93	118	147	93
Nettoresultat	27	34	17	78
Orealiserad värdeförändring/Nettoresultat	79%	54%	35%	59%
Orealiserad värdeförändring/Fastighetsbestånd	11%	8%	3%	20%
Substansvärde, utgående värde	118	147	156	156
Genomsnittlig premie/rabatt	2%	-11%	-3%	-4%

5.2.11 Wihlborgs

Wihlborgs fokuserar sitt fastighetsbestånd till kommersiella fastigheter i Öresundsregionen (Wihlborgs 2008). År 2007 uppgick hyresintäkterna till ca en miljard SEK och det totala redovisade värdet för fastighetsinnehavet motsvarade 13,4 miljarder SEK samma år. För att värdera fastigheterna har man använt sig av externa värderare. Fastighetsbeståndet i Danmark

har värderats av DTZ i Danmark och fastigheterna i Sverige har värderats av Malmöbryggan Fastighetsekonomi AB och Savills Sweden AB. Värderingarna bygger på kassaflödesmetoden och görs för varje individuell fastighet. Marknadsvärdet ska motsvara det värde två parter kan enas om i en transaktion på en öppen och fri marknad. Avkastningskraven varierar mellan 5 och 8,5 procent (Wihlborgs 2007).

Figur 5.12: Wihlborgs aktiekurs och substansvärde 2005-01-31 – 2008-03-31



Börsvärdet för Wihlborgs uppgick till ca 4,3 miljarder SEK i slutet av år 2007. Utvecklingen i både den justerade aktiekursen och det beräknade substansvärdet per aktie har varit positiv under den aktuella perioden. Aktiekursen har förändrats från ca 85 SEK i början av perioden till ca 135 SEK i slutet av perioden. Substansvärdet per aktie har gått från en nivå på 65 SEK till en nivå på ca 140 SEK. Aktien har under en majoritet av perioden handlats till en premie. Under perioden har en split genomförts om 2:1 under andra kvartalet 2006.

Tabell 5.10: Wihlborgs substansvärde, orealiserade värdeförändringar och premie/rabatt

SEK/Aktie	2005	2006	2007	2005-2007
Substansvärde, ingående värde	70	87	111	70
Nettoresultat	13	23	30	65
Orealiserad värdeförändring/Nettoresultat	49%	53%	66%	58%
Orealiserad värdeförändring/Fastighetsbestånd	4%	6%	8%	15%
Substansvärde, utgående värde	87	111	138	138
Genomsnittlig premie/rabatt	31%	29%	12%	24%

5.3 Sammanfattning

I tabellen nedan sammanfattas resultaten av studien.

Tabell 5.11: Resultat från del II, sammanfattande tabell

Genomsnitt 2005-2007	Orealiserad värdeförändring/ Nettoresultat	Premie/ Rabatt	Värderingsmodell
Brinova	27%	10%	Kalkylperiod: 5 år, Restvärde: Evighetskapitaliserat
Castellum	46%	18%	Kalkylperiod 9 år, Restvärde: Kapitaliserat under återstående ekonomisk livslängd.
Fabege	28%	23%	Kalkylperiod. 5 år. Restvärde: Evighetskapitaliserat.
Fastpartner	45%	17%	Kalkylperiod: 10 år, Restvärde: Evighetskapitaliserat.
Heba	70%	22%	Kalkylperiod 5 år, Restvärde: Evighetskapitaliserat
Hufvudstaden	63%	11%	Direktavkastningsmetoden
Klövern	39%	20%	Kalkylperiod 5 år, Restvärde: Evighetskapitaliserat
Kungsleden	42%	3%	Kalkylperiod 5 år, Restvärde: Evighetskapitaliserat
Wallenstam	59%	-4%	Direktavkastningsmetoden
Wihlborgs	58%	24%	Kalkylperiod 5 år, Restvärde: Evighetskapitaliserat

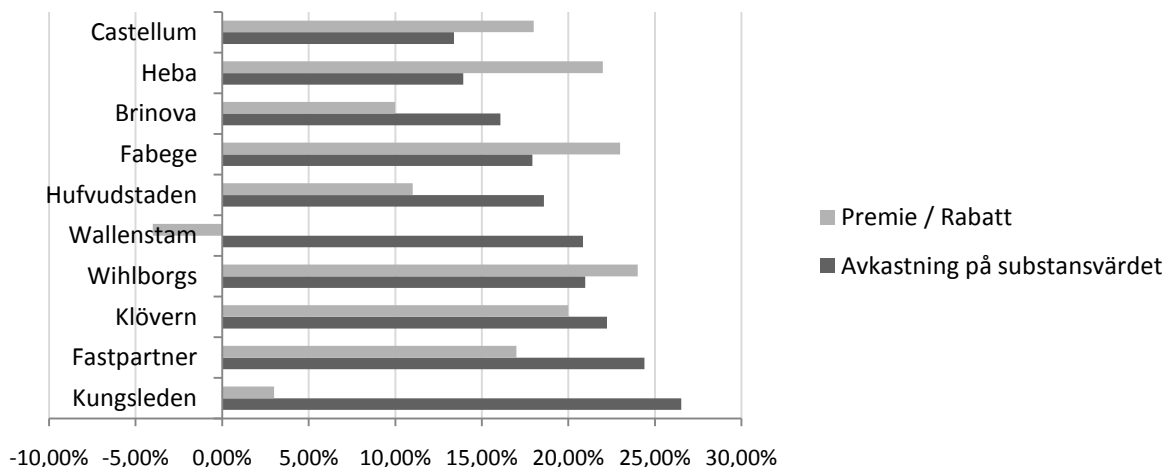
6 Analys

Resultaten från del I och del II av studien analyseras nedan. Den första delen av analysen handlar om investerarnas förhållningssätt till bolagens värderingar. Den andra delen behandlar de värderingsmetoder som urskiljts i studien.

6.1 Investerarnas förhållningssätt till fastighetsbolagens värderingar

Den sammanfattande tabellen 5.11 i avsnitt 5.3 visade att samtliga bolag som studerats utom Wallenstam har handlats till en genomsnittlig premie under perioden 2005-2007. För de flesta av bolagen nådde aktiekursen en toppnotering i början av 2007. Därefter föll aktiekursen för samtliga bolag så att de vid slutet av 2007 och i början av 2008 handlades till rabatter. Det framgick av del I av studien att huruvida en rabatt eller premie motiverades berodde på avkastningen i förhållande till substansvärdet. Tabellen nedan visar den genomsnittliga avkastningen på substansvärdet och genomsnittliga premien för respektive bolag under perioden 2005-2007.

Figur 6.1: Premie/Rabatt och avkastning på substansvärdet 2005-2007 (genomsnitt)



Det framgår av figur 6.1 att avkastningen varit god för samtliga bolag under den undersökta perioden, vilket motiverat en premie för de flesta bolagen. En stor del av den avkastning som varje bolag genererat i förhållande till substansvärdet beror på orealiserade värdeförändringar av fastighetsbeståndet.¹² Det faktum att de flesta bolagen värderats till en premie torde inne-

¹² Hur stor del framgår av tabell 5.1-10.

bära att investerarna ansett värderingen av förvaltningsfastigheterna vara tillförlitlig. Wallenstam har emellertid handlats till en genomsnittlig rabatt under perioden, trots att företaget haft en avkastning på substansvärdet i nivå med de andra. Enligt samma resonemang som ovan skulle det innebära att marknaden inte anser Wallenstams värdering vara tillförlitlig.

Anledningen till att dessa premier och rabatter uppstår måste härledas till att aktiemarknaden gör andra antaganden kring kassaflöden och avkastningskrav, man gör helt enkelt en avkastningsvärdering utifrån det enskilda bolagets förutsättningar och fastighetsbestånd. När vi följer upp detta genom att titta på vad analytikerrapporterna säger så visar det sig att de använder sig av det redovisade substansvärdet men att de i flera av bolagen anser att de ska handlas till premier respektive rabatter.

Då kan man fråga sig hur relevant en marknadsvärdering enligt IAS 40 är om dessa värderingsskillnader uppstår. Det vi konstaterar är att utifrån ett aktieägarperspektiv så framstår substansvärdet via en marknadsvärdering som mindre relevant som främsta källa av information när man ska bedöma en explicit aktiekurs. Däremot som vi tidigare beskrivit så definieras relevansen även som till vilken utsträckning en viss information fungerar som beslutsunderlag. När vi då studerar aktieanalytikernas rapporter ser vi att substansvärdet fungerar som beslutsunderlag när de gör sina värderingar av fastighetsbolagen och bestämmer en riktkurs, men substansvärdet kompletteras av annan information och andra antaganden.

Sammantaget kan man säga att det finns en skillnad i värdering mellan fastighetsbolagen och aktiemarknaden och den beror på skillnaden i värderingsantaganden i marknadsvärderingen kontra avkastningsvärderingen. Men det betyder inte att substansvärdet är irrelevant ur ett aktieägarperspektiv utan kan fungera som beslutsunderlag.

6.2 Tillämpade värderingsmetoder vid fastighetsvärdering

Enligt IAS 40 erhålls det bästa uttrycket för ett verkligt värde från aktuella priser på en aktiv marknad för likartade fastigheter. Om aktuella priser saknas skall aktuella priser på en aktiv marknad för annat slag och senaste priser för liknande fastigheter på mindre aktiva marknader beaktas. En värdering som bygger på sådana uppgifter kallas för ortsprismetod. Det kan dock konstateras att inget av de bolag som ingår i studien tillämpar någon variant av ortsprismetod

vid bedömning av fastighetsbeståndets marknadsvärde. Samtliga bolag använder sig av avkastningskalkylbaserade metoder. Detta beror möjligen på de svårigheter som är förknippade med ortsprismetoder på grund av få avslut på marknaden, fastigheternas varierande egenskaper och att överlåtelseerna sker över en viss tidsperiod.

Utifrån studien kan tre varianter av avkastningskalkylbaserade metoder urskiljas som tillämpas av de undersökta företagen:

1. Kassaflödesmetod: Alternativ A

Kalkylperioden varierar mellan 5-10 år, därpå sker följande evighetskapitalisering av ett bedömt restvärde. Kassaflödena under kalkylperioden diskonteras med ett vägt avkastningskrav på totalt kapital. Restvärdet baseras på driftnettot första året efter kalkylperioden och diskonteras med ett avkastningskrav justerat för tillväxt. Restvärdet räknas hem till värderingstidpunkten med avkastningskravet på totalt kapital.

2. Kassaflödesmetod: Alternativ B

Denna metod är identisk med alternativ A, förutom att det inte sker någon evighetskapitalisering av restvärdet. Restvärdet baseras på driftnettot första året efter kalkylperioden och utgör summa nuvärde under återstående ekonomisk livslängd. Restvärdet diskonteras med avkastning på totalt kapital reducerat med tillväxt motsvarande inflation.

3. Direktavkastningsmetod

Ett driftnetto för ett år framöver beräknas och läggs till grund för hela perioden.. Detta driftresultat divideras sedan med fastighetens avkastningskrav.

För att illustrera och analysera hur de olika metoderna används har en kassaflödeskalkyl för en fiktiv fastighet satts upp.

6.2.1 Kassaflödeskalkyl för en fiktiv fastighet

I tabellen nedan visas en kassaflödeskalkyl för en fiktiv fastighet. Kalkylen har gjorts i nominellt penningvärde. Prognosen sträcker sig över 10 år, driftöverskottet för år 2007 baseras på ett tänkt faktiskt utfall (det första året en prognos görs för är alltså 2008). Följande antaganden har gjorts i grundscenariot:

- Inflationstakten beräknas vara 2 procent per år under hela perioden.

- Tillväxten i hyresvärde och fastighetskostnader beräknas följa inflationstakten, det vill säga öka med 2 procent per år under hela perioden.
- Den ekonomiska uthyrningsgraden bedöms nå en långsiktig nivå om 95 procent år 2012. Fram till dess ökar den i jämn takt.

Tabell 6.1: Kassaflödeskalkyl för en fiktiv fastighet

Mkr	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hyresvärde	1000	1020	1040	1061	1082	1104	1126	1149	1172	1195	1219
Hyresintäkter	900	928	957	987	1017	1049	1070	1091	1113	1135	1158
Ekonomisk uthyrningsgrad	90,0%	91,0%	92,0%	93,0%	94,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
Fastighetskostnader	300	306	312	318	325	331	338	345	351	359	366
Driftöverskott	600	622	645	669	693	718	732	747	762	777	792

I ett annat positivt scenario antas den reala hyrestillväxten vara en procent per år fram till och med år 2012. I ett negativt scenario antas den det reala hyresvärdet minska med en procent per år fram till år 2012. I båda fallen antas hyresvärdet därefter följa inflationstakten.¹³

6.2.2 Värdering av den fiktiva fastigheten

För att de olika metoderna ska vara jämförbara är de antaganden som lägger grunden till avkastningskravet gemensamma för de tre metoderna. Följande antaganden har gjorts:

- Realräntan antas vara 4 procent.
- Inflationen är 2 procent.
- Riskpremien antas vara 4,5 procent.
- Fastigheten antas vara finansierad med 30 procent eget kapital. Resten av kapitalet är lånat.

Detta innebär att avkastningskravet på eget kapital är 10,5 procent (realränta + inflation + riskpremie). Då realräntan är 4 procent och inflationen är 2 procent blir den nominella räntan 6 procent. Det vägda avkastningskravet, med en soliditet om 30 procent, blir således 7,4 procent ($0,3 \times 10,5 + 0,7 \times 6$). Avkastningskravet på totalt kapital efter avdrag för inflation blir 5,4 procent.

Kassaflödesmetod

De två kassaflödesmetoderna, alternativ A och B, skiljer sig åt vad det gäller kalkylperiodernas längd och hur restvärdet beräknas. Det har dock ingen betydelse i det här fallet om kal-

¹³ För att se kassaflödeskalkylen i de fallen, se appendix.

kylperioden sätts till 5 eller 9 år. Den fiktiva fastigheten beräknas år 2013 ha nått ett jämviktsläge; tillväxttaken därefter är konstant. En kalkylperiod om 5 år fångar således samma tillväxt som en kalkylperiod om 9 år. Hur som helst, vi antar här att för kassaflödesmetod A är kalkylperioden 5 år, för alternativ B är den 9 år.

De olika beräkningarna av restvärdet har, till skillnad från kalkylängden, stor betydelse för utfallet. Enligt alternativ A evighetskapitaliseras det bedömda restvärdet, vilket baseras på driftnettot första året efter kalkylperioden. Om kalkylens längd är 5 år innebär det att restvärdet baseras på driftöverskottet (kassaflödet) år 2013. En beräkning av restvärdet enligt alternativ B baseras också på driftöverskottet första året efter kalkylperioden, men det utgörs av summa nuvärde av en bedömd återstående ekonomisk livslängd. Vi antar här att fastighetens livslängd är 50 år. Detta innebär med en kalkylperiod om 9 år att restvärdet utgörs av summa nuvärde av driftöverskott år 2017 under 41 år. Ett antagande om en längre livslängd, låt säga 100 år, hade inneburit att restvärdet närmast sig alternativ B:s evighetskapitaliserade restvärde.

Tabell 6.2: Diskontering av kassaflöden

MSEK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kassaflöde	622	645	669	693	718	732	747	762	777	792
Diskonteringsfaktor	1,07	1,15	1,24	1,33	1,43	1,53	1,65	1,77	1,90	2,04
Nuvärde	579	559	540	521	502	477	453	430	409	388

Tabell 6.3 : Uträkning av fastighetsvärdet

MSEK	Diskonteringsmetod Alternativ A	Diskonteringsmetod Alternativ B
Summa diskonterade kassaflöden	2701	4470
Diskonterat restvärde	9486	6824
Fastighetsvärde	12187	11294

Direktavkastningsmetod

Wallenstam, ett av de bolagen som tillämpar en direktavkastningsmetod, justerar driftnettot för året framöver (2008) med ett avdrag om en generell vakans i det kommersiella beståndet. Det erhållna värdet minskas sedan med motsvarande två årshyror för faktiskt outhyrda ytor. Detta värde divideras sedan med avkastningskravet för fastigheten. Den fiktiva fastighetens värde enligt den här modellen framgår av tabell 6.4.

Jämförelse av metoder

Tabellen nedan visar på skillnader mellan de olika värderingsmetoderna. Diskonteringsmetoderna är känsliga för både förändringar gällande hyrestillväxt och avkastningskrav. Direktavkastningsmetoden speglar inte framtida real tillväxt eller nedgång, men är däremot känslig för ändrade avkastningskrav.

Tabell 6.4: Jämförelse av metoder

MSEK	Diskonteringsmetod Alternativ A	Diskonteringsmetod Alternativ B	Direktavkastnings- metod
Utfall enligt grundantaganden	12 187	11 294	12 472
Real hyrestillväxt, +/- 1 procent	11 408 – 12 996	10 578 – 12 038	12 294 – 12 650
Procentuellt intervall	94% - 107%	94% - 107%	99% - 101%
Avkastningskrav, +/- 1 procentenhet	10 271 – 14 976	9 800 – 13 213	10 495 – 15 348
Procentuellt intervall	84% - 115%	87% - 110%	84% - 121%

6.2.3 Känslighetsanalys

Castellums substansvärde per aktie uppgick till 81 SEK 2007-12-31. Tabellen nedan visar uppskattade värden för Castellums substansvärde om bolaget skulle byta värderingsmodell eller ändra antaganden om hyrestillväxt och avkastningskrav. Det faktiska utfallet, 81 SEK, fås genom kassaflödesmetod B, vilket är den metod Castellum använder sig av i verkligheten. Beräkning av de uppskattade värdena har skett med utgångspunkt från de procentuella intervallen i tabell 6.4.

Tabell 6.5: Hur Castellums substansvärde påverkas beroende på val av värderingsmodell och antaganden

	Värdering MSEK	Substansvärde MSEK	Substansvärde SEK/Aktie
Kassaflödesmetod Alternativ A			
Utfall 2007-12-31 (uppskattat)	29 909	15 313	93
Real hyrestillväxt, +/- 1 procent	27 997 - 31 894	13 592 - 17 099	83 - 104
Avkastningskrav, +/- 1 procentenhet	25 205 - 34 466	11 079 - 19 414	68 - 118
Kassaflödesmetod Alternativ B			
Utfall 2007-12-31 (faktiskt)	27 717	13 340	81
Real hyrestillväxt, +/- 1 procent	25 959 - 29 541	11 757 - 14 982	72 - 91
Avkastningskrav, +/- 1 procentenhet	24 050 - 30 424	10 039 - 15 776	61 - 96

Direktavkastningsmetod			
Utfall 2007-12-31 (uppskattat)	30 608	15 941	97
Real hyrestillväxt, +/- 1 procent	30 171 - 31 044	15 548 - 16 334	95 - 100
Avkastningskrav, +/- 1 procentenhet	25 755 - 37 137	11 574 - 21 817	71 - 133

Beroende på vilken värderingsmodell som används och vilka antaganden som görs varierar Castellums substansvärde mellan 61 SEK och 133 SEK. De förenklingar och antaganden som gjorts vid beräkningarna i det här exemplet kan ifrågasättas. Värderingen av den fiktiva fastigheten tjänar dock ändå sitt syfte då den visar att skillnader kan uppstå beroende på val av värderingsmodell och antaganden.

Wallenstam använder sig av en direktavkastningsmetod vid värdering av sitt fastighetsbestånd. Den metoden tenderar att ge högre värden än de två andra metoderna. En möjlig förklaring till att Wallenstam handlar till en rabatt under perioden 2005-2007 skulle kunna vara värderingsmodellen. Investerarna anser alltså inte att värderingarna är tillförlitliga. Det kan vidare konstateras att information enligt IASB anses tillförlitlig om den inte innehåller väsentliga felaktigheter och inte är vinklad.

6 Slutsats

De flesta av de studerade fastighetsbolagens aktier har handlats till en premie under perioden 2005-2007. Bolagen har genererat god avkastning i förhållande till substansvärdet. En relativt stor del av avkastningen har utgjorts av orealiserade värdeförändringar. Investerarna tycks anse att dessa värden, och därmed värderingen av fastigheterna, är tillförlitliga. Det bör dock framhållas att värderingarna ansetts tillförlitliga i en miljö med god samhällsekonomisk utveckling. Någon slutsats rörande hur investerarna förhåller sig till värdeförändringar i en miljö med sämre ekonomisk utveckling kan inte dras.

En av de finansanalytiker som studerades baserade sin värdering av fastighetsbolag utifrån substansvärdet. Substansvärdet beräknades som eget kapital justerat för en del av den uppskjutna skatteskulden. Det egna kapitalet, och därmed värderingen av fastigheterna, var relevant information för finansanalytikern.

De tio bolag som studerades använder sig av tre olika metoder vid värdering av förvaltningsfastigheterna, varav två stycken är kassflödesmetoder och en är en direktavkastningsmetod. Valet av värderingsmetod och olika antaganden kan påverka fastighetsvärderingen.

Appendix A

Brinova	2004						2005						2006						2007					
	Utgående värden	Q1	Q2	Q3	Q4	Helår	Q1	Q2	Q3	Q4	Helår	Q1	Q2	Q3	Q4	Helår	Q1	Q2	Q3	Q4	Helår			
Resultaträkning																								
Nettoomsättning			53	54	59	61	227		66	74	87	90	317		82	76	77	80	314					
Rörelsens kostnader			-21	-24	-17	-26	-88		-24	-26	-24	-33	-107		-35	-25	-25	-29	-114					
Rörelseresultat			32	30	42	35	139		42	47	63	57	210		47	50	52	51	200					
Finansnetto			-18	-2	22	-9	-8		-28	71	-24	-27	-8		-37	161	-34	-40	50					
Resultat före värdeförändring			15	27	64	26	131		14	118	39	31	202		10	211	18	11	250					
Värdeförändringar																								
Fastigheter, realiserade			0	0	23	3	26		2	0	22	27	51		12	7	0	54	73					
Fastigheter, orealiserade			20	10	58	1	90		28	25	21	102	176		20	20	20	6	66					
Resultat före skatt			35	37	145	29	247		44	143	82	160	428		42	238	38	70	389					
Skatt			-10	-6	-19	0	-35		-11	-12	-16	-43	-82		-9	-12	-10	-6	-38					
Nettoresultat			25	31	126	29	212		32	132	65	117	346		33	226	28	64	351					
Balansräkning																								
Tillgångar																								
Förvaltningsfastigheter	1712		1742	1879	2080	2285	2285		2654	3202	3283	3389	3389		3081	3248	3366	3462	3462					
Övriga tillgångar	286		289	238	2218	2378	2378		2571	2112	2492	2826	2826		3396	2891	2843	2625	2625					
Summa tillgångar	1998		2031	2116	4298	4663	4663		5226	5314	5775	6215	6215		6477	6139	6209	6087	6087					
Eget kapital & skulder																								
Eget kapital	579		588	585	1336	1619	1619		1866	1906	2307	2674	2674		2635	2646	2660	2446	2446					
Uppskjuten skatteskuld	0		0	0	2	4	4		13	21	26	156	156		115	130	139	143	143					
Övriga skulder	1419		1443	1531	2960	3040	3040		3346	3387	3441	3385	3385		3728	3363	3410	3497	3497					
Summa eget kapital & skulder	1998		2031	2116	4298	4663	4663		5226	5314	5775	6215	6215		6477	6139	6209	6087	6087					
Förvaltningsfastigheter																								
Bestånd per den 1 januari			1712	1712	1712	1712	1712		2285	2285	2285	2285	2285		3389	3389	3389	3389	3389					
Förvärv			2	115	465	659	659		342	831	957	1110	1110		25	90	139	232	232					
Investeringar			7,6	20,8	41	54,4	54,4		13,2	47,5	68,2	112,7	112,7		56,6	145,8	196,3	218,6	218,6					
Försäljningar			0	0	-227,2	-230,7	-230,7		-13,7	-13,8	-101,1	-293,6	-293,6		-410,1	-417,1	-418,5	-443,1	-443,1					
Orealiserade värdeförändringar			20	31	89	90	90		28	53	74	176	176		20	40	61	66	66					
Utgående värde			1742	1879	2080	2285	2285		2654	3202	3283	3389	3389		3081	3248	3366	3462	3462					
Värdering																								
Antal aktier	8		8	8	13	18	18		18	23	23	23	23		23	25	25	25	25					
Aktiekurs	77,5		74,5	118,0	107,0	103,0	103,0		130,0	100,0	105,0	138,0	138,0		133,5	125,0	103,0	96,8	96,8					
Marknadskapitalisering	657		631	1000	1407	1820	1820		2297	2260	2373	3119	3119		3017	3138	2585	2429	2429					
Substansvärde, 28% skatt	579		588	585	1336	1619	1619		1866	1906	2307	2674	2674		2635	2646	2660	2446	2446					
Substansvärde, 10% skatt	579		588	585	1338	1621	1621		1875	1920	2324	2774	2774		2708	2730	2749	2538	2538					
Substansvärde per aktie (10%)	68		69	69	102	82	82		106	85	103	123	123		120	109	110	101	101					
Aktiekurs/Substansvärde (10% skatt)	113,39%		107,48%	170,96%	105,19%	112,26%	112,26%		122,51%	117,70%	102,10%	112,42%	112,42%		111,40%	114,95%	94,04%	95,67%	95,67%					
Utdelning per aktie	2,5		0,0	0,0	0,0	3,5	3,5		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Justerat vinst före skatt			15	27	64	26	131		14	118	39	31	202		10	211	18	11	250					
Justerat vinst efter skatt			11	20	46	19	95		10	85	28	22	145		7	152	13	8	180					
Justerat eget kapital	584		582	575	1264	1543	1543		1772	1799	2173	2454	2454		2392	2388	2392	2125	2125					
Hyrsvärde	204		204	219	230	252	252		274	325	332	336	336		306	310	331	341	341					
Uthyrningsgrad	96,0%		96,0%	95,0%	96,0%	96,0%	96,0%		96,0%	97,0%	97,0%	96,0%	96,0%		95,0%	94,0%	94,0%	94,0%	94,0%					
Anskaffningsvärde (2004-12-31)	1713																							
Uppskjuten skatteskuld (2004-12-31)	0																							

Resultaträkning																					
Nettoomsättning			470	472	480	485	1907		490	494	504	526	2014		542	552	575	590	2259		
Rörelsens kostnader			-191	-166	-156	-192	-705		-214	-183	-166	-204	-767		-223	-198	-190	-229	-840		
Rörelseresultat			279	306	324	293	1202		276	311	338	322	1247		319	354	385	361	1419		
Finansnetto			-121	-240	-63	2	-422		-3	5	-142	-42	-186		-91	-20	145	-140	-390		
Resultat före värdeförändring			158	66	261	295	780		279	306	196	280	1061		228	334	240	221	1023		
Värdeförändringar																					
Fastigheter, realiserade			43	18	10	0	7		26	3	10	44	89		0	2	1	0	1		
Fastigheter, orealiserade			27	443	2	389	861		26	270	21	745	1062		33	339	2	545	919		
Resultat före skatt			228	527	273	684	1712		331	579	227	1069	2206		261	675	241	766	1943		
Skatt			-52	-140	-62	-133	-453		-52	-133	-53	-127	-453		-52	-142	-62	-133	-453		
Nettoresultat			163	383	197	551	1259		239	429	168	838	1674		190	484	174	639	1487		
Justerat resultat före skatt			201	84	271	295	851		305	309	206	324	1144		228	336	239	231	1024		
Justerat skatt			57	20	24	75	234		85	24	23	22	235		62	66	26	69	26		
Justerat resultat			144	64	196	271	674		220	235	153	302	909		166	240	173	247	825		
Förändring eget kapital																					
Ingående eget kapital	4689		8035	7808	8191	8388	8035		8939	8748	9177	9345	8939		10183	9905	10389	10563	10183		
Byrå av redovisningsprincip	2778																				
Utdelning	349		390	0	0	0	390		431	0	0	0	431		467	0	0	0	467		
Resultat enligt redovisningsprincip	916		163	383	197	551	1294		239	429	168	838	1674		190	484	174	639	1487		
Eget kapital	7808		8191	8388	8939	8939	8748		9345	9177	9345	10183	10183		9905	10389	10563	11202	11202		
Ingående justerat eget kapital	8035		4927	4681	4745	4940	4927		5211	5001	5235	5388	5211		5690	5389	5629	5801	5690		
Justerat resultat	586		144	64	196	271	674		220	235	153	302	909		166	240	173	247	825		
Justerat eget kapital	4927		4681	4745	4940	5211	5211		5001	5235	5388	5690	5690		5389	5629	5801	6048	6048		
Förvaltningsfastigheter																					
Bestånd per den 1 januari			19449	19449	19449	19449	19449		21270	21270	21270	21270	21270		24238	24238	24238	24238	24238		
Förvärv			80																		

Appendix B

Tabell A1: Kassaflödeskalkyl för en fiktiv fastighet, real tillväxt +1 procent

Mkr	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hyresvärde	1000	1030	1061	1093	1126	1159	1182	1206	1230	1255	1280
Hytesintäkter	900	937	976	1016	1058	1101	1123	1146	1169	1192	1216
<i>Ekonomisk uthyrningsgrad</i>	<i>90,0%</i>	<i>91,0%</i>	<i>92,0%</i>	<i>93,0%</i>	<i>94,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>
Fastighetskostnader	300	306	312	318	325	331	338	345	351	359	366
Driftöverskott	600	631	664	698	733	770	785	801	817	834	850

Tabell A2: Kassaflödeskalkyl för en fiktiv fastighet, real tillväxt +1 procent

Mkr	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hyresvärde	1000	1010	1020	1030	1041	1051	1072	1093	1115	1138	1160
Hytesintäkter	900	919	938	958	978	998	1018	1039	1060	1081	1102
<i>Ekonomisk uthyrningsgrad</i>	<i>90,0%</i>	<i>91,0%</i>	<i>92,0%</i>	<i>93,0%</i>	<i>94,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>	<i>95,0%</i>
Fastighetskostnader	300	306	312	318	325	331	338	345	351	359	366
Driftöverskott	600	613	626	640	653	667	681	694	708	722	737

Referenser

Finansiella rapporter

Kvartalsrapporter och årsredovisningar har studerats för bolagen: Brinova, Castellum, Fabege, Fastpartner, Heba, Hufvudstaden, Klöver, Kungsleden, Wallenstam Wihlborgs utgivna under 2005-2008.

Alexander, D. & Nobes, C. (2004). *Financial accounting: an international introduction*. Harlow: Pearson Education Limited.

Alfredson, K., Leo, K., Picker, R., Pacter, P., Radford, J., Wise, V. (2007), *Applying International Financial Reporting Standards*. Milton: John Wiley & Sons Australia Ltd.

Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994) .*Tolkning och reflektion. Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur.

Artsberg, K (1992). *Normbildning och redovisningsförändring. Värderingar vid val av mätprinciper inom svensk redovisning*. Lund: Lund University Press.

Björklund, K. & Nordlund, B (2005). ”Ekonomisk analys av fastigheter och fastighetsföretag” i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt. Fastighetsnomenklatur*. Stockholm: Fastighetsnytt Förlags AB.

Brealey, R.A., Myers, S.C., (2003), *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill.

Fried, D., Sondhi, A. & White, G. (2003). *The analysis and use of financial statements*. John Wiley & Sons.

FAR Förlag (2005). *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS 2005*. Stockholm: FAR Förlag AB.

Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., Eichholtz, P., (2007). *Commercial Real Estate. Analysis & Investments*. Thomson South Western.

Godfrey, J., Hodgson, A. & Holmes, S. (2003). *Accounting theory*. Milton: John Wiley & Sons Australia Ltd.

IASB (2006), *International Financial Reporting Standards (IFRS)*. International Accounting Standards Board.

IAS 40 – Investment property (2006). London: International Accounting Standard Boards.

Isacson, T. & Svensson, D. (2004). ”Del 4: Skog och fastigheter”, *Dagens Industri*, 5 juli..

Johansson, C., Johansson, R., Marton, J. & Pautsch, G. (2004). *Extern redovisning*. Stockholm: Bonnier utbildning.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., (2005). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons

Konjunkturinstitutet (2008), *Analys och prognos. Konjunkturläget*. Tillgänglig:
<http://www.konj.se/analysochprognos/konjunkturlaget.106.7d810b7d109c065097980001259.html>

Leimdörfer (1999). *Bokföring påverkar värdering* (Elektronisk). Pdf-format. Tillgänglig:
<[http://www.leimdorfer.se/Analys/Analysartiklar/Bokföring påverkar värdering](http://www.leimdorfer.se/Analys/Analysartiklar/Bokföring_påverkar_värdering). (2008-05-20).

Lindvall, P., (2008), ”Direktörerna tar till placebomedicinen”. *Svenska Dagbladet*, 7 februari.

Nilsson, S. (2002). *Redovisningens normer och normbildare*. Lund: Studentlitteratur.

OMX (2008), databaser för historiska kurser. Tillgänglig:

http://omxnordicexchange.com/kursinformation/historiska_kurser/search/

Persson, E. (2005). "Fastighetsvärdering" i *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt. Fastighetsnomenklatur*. Stockholm: Fastighetsnytt Förlags AB.

Ryan, B., Scapens, R.W. & Theobald, M.(2002). *Research method and methodology in finance and accounting*. London: Thomson Learning

Sveriges Riksbank (2008), Räntor & valutor. Riksbanksräntor. Förändring av reporäntan, tabell. Tillgänglig:

<http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=8912>

Svenskt Fastighetsindex (2007), Värderingshandledning. För SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex. PDF-format. Tillgänglig under kategorin "Hur värderar man?":

<http://www.fastighetsindex.se/>

