

Finansiell analys med avseende på risk

- en studie av svenska fastighetsbolag

Linn Anstérus 20555, Jens Svensson 19344

Abstract

The purpose of this thesis is to investigate the status of Swedish real estate companies in terms of financial health and risk of financial distress. The background is the ongoing financial crisis, which partly can be derived from the American real estate sector. Publicly available accounting information from 16 listed real estate companies has been analyzed for a period of one year using financial ratios covering both the operational and financial activities. We find that the deceleration in the economy and in the real estate sector have forced the real estate companies to make large write downs, in line with the relatively new accounting rules, IFRS. Write downs are likely to reoccur during the following periods and real estate companies will therefore probably be forced to continue to show negative results. Regarding the risk of financial distress, we have found that it is more likely to be higher in young, small companies. Another aspect that we investigate is the location of the real estate properties. A conclusion in this area is that companies which don't focus on large cities are more exposed to the risk of financial distress.

Keywords: real estate, financial analysis, risk, financial distress

Framläggning: 16 december 2008, 15.00 – 17.00, sal 542

Opponent: Luisa Orre 20288, Helena Johansson 20574

Handledare: Peter Jönsson

Innehåll

1. Inledning	4
1.1 Bakgrund - Utvecklingen på den svenska fastighetsmarknaden	4
1.1.1 En nedgång tar vid	4
1.1.2 Fastighetsmarknaden idag	5
1.2 Syfte och frågeställningar	6
2. Metod	6
2.1 Fastighetsbolag i undersökningen	6
2.2 Data	7
2.3 Tillvägagångssätt	8
2.3.1. Studiens perspektiv	8
2.3.2. Analysmetod	9
3. Teoretisk referensram	10
3.1 Risk	10
3.1.1 Riskbegreppet	10
3.1.2 Finansiell kris	11
3.2 Fastighetsbolag	12
3.2.1 Fastigheter som investeringsobjekt	12
3.2.2 Den svenska fastighetsmarknaden	14
3.2.3 Fastighetsbolagens redovisning	15
3.2.4 Den operationella förvaltningsverksamheten	19
3.3 Nyckeltal	20
3.3.1 Nyckeltal för bedömning av finansiell ställning	21
3.3.2 Nyckeltal för bedömning av risk för finansiell kris	23
4. Empiri	25
4.1 Undersökningsbolag	27
4.2 Redovisade siffror	28
5. Analys	28
5.1 Analysdel 1 - Finansiell ställning	28
5.1.1 Räntabilitet på totalt kapital	28
5.1.2 Räntetäckningsgrad	32
5.1.3 Soliditet	33
5.1.4 Sammanfattning	34
5.2 Analysdel 2 - Finansiell kris	34

5.2.1 Ranking av nyckeltal	35
5.2.2 Fastighetstyper	37
6. Slutsatser	40
7. Diskussion	41
7.1 Kommentarer till analysen	41
7.1.1 IAS 40 och dess konsekvenser	41
7.1.2 Tillägg till uppsatsens resultat	42
7.2 Metodkritik	42
7.3 Undersökningens kvalitet	43
7.4 Förslag till vidare forskning	43

1. Inledning

1.1 Bakgrund - Utvecklingen på den svenska fastighetsmarknaden

Under 90-talet upplevde den svenska fastighetsbranschen en turbulent period. Den förändrade finanspolitiken gav plötsligt utrymme för en högre grad av utlåning än vad tidigare varit möjligt. De svenska bolåneinstituten ökade i samband med detta sin utlåning utan hänsyn till risken för felvärdering av kreditvärdighet, eftersom den rådande uppfattningen var att fastighetspriserna skulle fortsätta att öka. Utlåningen steg kraftigt och hamnade på en hög nivå¹. När lånebubblan sedermera sprack i början av 90-talet, till följd av att låntagarna fick problem med räntebetalningar och amorteringar, drabbades marknaden hårt och flera aktörer tvingades i konkurs². Fastighets- och finanskrisen var ett faktum och den svenska staten var tvungen att ingripa med ett brett räddningspaket för att det finansiella systemet inte skulle kollapsa.

När krisen blåst över stabiliserades fastighetsmarknaden och en uppgång tog vid. De kommande åren steg fastighetspriserna i Sverige stadigt och kapitalet flödade in i branschen³. Orsakerna till fastighetsmarknadens uppgång under dessa år var flera. En stigande konjunktur med minskad arbetslöshet ökade efterfrågan på lokaler och bostäder vilket resulterade i höjda hyresnivåer och därmed säkrare intäkter samt högre uthyrningsandel för de bolag som äger och förvaltar fastigheter⁴. Detta, i kombination med sjunkande räntekostnader, låg till grund för en lägre osäkerhet kring fastighetsbolagens kassaflöden. Ökade marginaler i kombination med lägre avkastningskrav ledde till att branschen upplevde en bred uppvärdering av fastigheter och därmed även av fastighetsbolag. Utvecklingen på fastighetsmarknaden fick konsekvenser bland annat i att flera svenska noterade fastighetsbolag steg med 35-40 procent under året 2006⁵. På världsrankingen över fastighetsinvesteringar under 2006 klättrade Stockholm från 29:e till åttonde plats⁶.

1.1.1 En nedgång tar vid

Efter ett antal år av uppgång nådde den svenska investmentbanken Carnegies fastighetsindex i mitten av 2007 sin högsta nivå⁷, och en ny period präglad av nedgång inleddes för Sveriges fastighetsbransch. Mot slutet av 2008 rådde en stark och utbredd oro över den globala finanskrisen, som till stor del grundades i den amerikanska bolånemarknaden där politiska beslut resulterat i att kreditinstituten varit generösa i sin utgivning av bostadslån. Dessa bostadslån paketerades om av

¹ Jaffee D. M., *Den svenska fastighetskrisen*, s.76 (1994)

² Jaffee D. M., *Den svenska fastighetskrisen*, s.79 (1994)

³ Gerhard L., *Fastighetsbolagen rusar uppåt igen* (2006)

⁴ Blomgren M., *Heta fastigheter* (2006)

⁵ Ibid

⁶ Braconier F., *Stockholm klättrar i fastighetsligan* (2007)

⁷ Appendix 7 – Carnegies Fastighetsprisindex

andra aktörer på den finansiella marknaden och såldes sedan vidare i flera led. När det visade sig att de stora kreditbedömningsinstituten gjort felbedömningar angående dessa bostadsobligationer startade en chockvåg som bland annat fick en rad stora spelare på de internationella finansiella marknaderna att vackla. Kreditkrisen blev således en världsomspännande angelägenhet under hösten 2008⁸.

1.1.2 Fastighetsmarknaden idag

Idag är förväntningar om en sämre konjunktur och en hårdare kreditmarknad uppenbara, med högre arbetslöshet och lägre företagsvinster som följd⁹. Det redan befintliga hotet om en dämpning av den ekonomiska aktiviteten i Sverige förstärks om bankerna ytterligare minskar sin kreditgivning till hushåll och företag¹⁰. Vidare riskerar företagens betalningsinställelser att öka, i synnerhet inom den kommersiella fastighetsbranschen vilken redan har upplevt konsekvenser av finanskrisen i form av finansieringssvårigheter och fallande priser¹¹. En osäkerhet angående lokalefterfrågan, högre kostnader för finansiering, samt höjda krav på kapitaltäckningsgrader från kreditgivare ökar osäkerheten i fastighetsbranschen och höjer investerarnas avkastningskrav¹². För fastighetsbolagen innebär vändningen i marknaden att fastigheterna de äger och förvaltar blir mindre attraktiva som investeringsobjekt eftersom marknaden inte längre förväntar sig att fastighetspriserna ska stiga, utan möjligen till och med att sjunka. Följande står att läsa i Riksbankens rapport från november 2008 om den finansiella stabiliteten i Sverige: "Efter flera år av stigande fastighetspriser sjunker nu priserna samtidigt som aktiviteten minskat på fastighetsmarknaden. Om konjunkturavmattningen blir längre och djupare än förväntat kan det leda till lägre hyresintäkter för fastighetsbolagen och betalningssvårigheter för företag som är verksamma i branschen"¹³. Prisfallet och den förändrade lokalefterfrågan medför att förväntningarna på att bolagen, i linje med de nya redovisningsreglerna inom ramen för IFRS, ska göra nedvärderingar av fastighetsbestånden ökar. De noterade fastighetsbolagen har under hösten värderats ned på börsen bland annat på grund av detta.

Historien har visat att finanskriser och fastighetskriser är tätt sammanlänkade där den ena påverkas av den andra. Dagens marknadssituation i kombination med faktumet att nya redovisningsregler för första gången ska tillämpas i en konjunkturedgång, gör fastighetsbranschen till ett intressant studieområde. De svenska fastighetsbolagen som äger och förvaltar fastigheter utgör en viktig del i det svenska näringslivet, och står tillsammans för en tredjedel av de fyra storbankernas utlåning till

⁸ *Finanskrisen 1: inledningen* (2008)

⁹ *Konjunkturbarometern - Företag och hushåll* (2008)

¹⁰ *Finansiell stabilitet 2008:2 s.11* (2008)

¹¹ *Finansiell stabilitet 2008:2 s.12* (2008)

¹² *Finansiell stabilitet 2008:2 s.54* (2008)

¹³ *Finansiell stabilitet 2008:2 s.43* (2008)

icke-finansiella företag¹⁴. Försämrade intäkter för dessa bolag medför en försämring av förutsättningarna att betala amorteringar och räntor. En sådan utveckling innebär en ökad osäkerhet för dessa utestående krediter och borde således oroa de stora kreditgivarna. Nivån på fastighetsbolagens stabilitet har inverkan på hur Sverige kan hantera den lågkonjunktur som väntar, då betalningssvårigheter hos dessa bolag skulle medföra problem hos de redan pressade storbankerna. Mot bakgrund av resonemanget ovan har vi valt att undersöka de svenska fastighetsbolagens aktuella situation närmare i denna uppsats.

1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsen syftar till att skapa en förståelse för samt att utvärdera den nuvarande risksituationen i svenska noterade fastighetsbolag. Fokus ligger på fastighetsbolagens kreditgivare och det är utifrån denna intressentgrupps perspektiv som risken undersöks. För att skapa en bild av den situation som svenska kreditgivare står inför i samband med deras utestående lån till fastighetsbolag är målet med uppsatsen att besvara följande frågeställningar:

1. *Hur ser den finansiella ställningen ut i svenska fastighetsbolag idag?*
2. *Vad kännetecknar de fastighetsbolag som innebär störst risk för kreditgivarna?*

2. Metod

2.1 Fastighetsbolag i undersökningen

Studiens initiala urval utgick från samtliga svenska noterade bolag som anses vara fastighetsbolag. Ett antal uteslöts av olika anledningar för att öka jämförbarheten bolagen emellan. Det slutgiltiga antalet blev 16 stycken. Då dessa 16 bolag innefattar de flesta bolagen på marknaden kan urvalet anses representativt för den svenska börsnoterade fastighetsbolagsmarknaden. Anledningen till att börsnoterade bolag valdes är att mängden av tillgänglig publik information i dessa bolag i regel är högre än hos onoterade bolag, samtidigt som kvalitetskraven på den presenterade informationen är högre. I det totala urvalet har ingen hänsyn tagits till bolagens storlek eller marknadsvärde, då en inriktning mot ett visst storlekssegment hade begränsat det tillgängliga datamaterialet alltför mycket.

Fastighetsbranschen är bred och innefattar flera olika typer av verksamheter. Det är viktigt att ha en acceptabel grad av jämförbarhet då jämförelser ska göras och slutsatser ska dras utifrån data från flera olika bolag. Med hänsyn till största möjliga jämförbarhetsnivå baseras urvalet av bolag i första hand på verksamheter där merparten av intäkterna kommer från investeringsverksamhet i fastigheter samt fastighetsförvaltning och den största delen av de totala tillgångarna består av

¹⁴ *Finansiell stabilitet 2008:2 s.53 (2008)*

förvaltningsfastigheter. Ett fåtal av de valda bolagen är även delvis verksamma inom projektering och nybyggnation samt aktieinvestering, men då denna verksamhet är liten i förhållande till det valda fokusområdet har detta försumrats. Målet med studien är att skapa en bild av den svenska fastighetsmarknaden och därmed har bolag med den huvudsakliga verksamheten belagd i Sverige valts. Ett fåtal aktörer har även en liten, i studien försumbar, del av verksamheten belagd utomlands, främst inom Öresundsregionen och i Tyskland.

2.2 Data

Faktumen att frågeställningarna utgår från ett nutidsperspektiv samt att situationen för fastighetsbolag i och med nya redovisningsregler har förändrats, ligger till grund för att ett tidsperspektiv på ett år väljs.

Då studien undersöker ett antal bolag över en tidsperiod ställs vissa krav på datamaterialet. Urvalet av undersökningsbolag är gjort för att uppnå största möjliga jämförbarhet bolagen emellan och även datamaterialet för varje bolag bör besitta denna egenskap. Den data som används bör även vara jämförbar mellan de olika tidsperioderna. Ett alternativ är att använda primärdata insamlad genom intervjuer eller genom studie av bolagens interna räkenskaper¹⁵. Fördelen med sådan data är oberoendet av mellanled som tolkat informationen, givet att intervjupersonerna har fullständig insyn inom relevanta områden. Dessutom krävs det att de interna räkenskaperna är utformade på ett sätt att en jämförbar bild bolagen emellan är möjlig att skapa. I de fall detta inte uppfyllts, till exempel om de interna räkenskaperna utformats efter olika standarder eller om intervjupersonernas förmedlade bild är påverkad av personliga intressen, kan tolkningen av primärdata leda till stora felaktigheter och brister i jämförbarheten. Även tidsåtgången och kravet på att alla bolag är villiga att lämna ut interna uppgifter, samt de potentiella svårigheterna att få tillgång till lämpliga intervjuobjekt är problematiska faktorer.

För att minimera behovet att tolkning och därmed minimera sannolikheten för felaktigheter i och med detta, är ett annat alternativ att använda sekundärdata som presenteras av bolagen enligt en given standard i form av redovisade rapporter¹⁶. Vinsten med denna typ av data är att kraven på utformningen av dessa ökar sannolikheten för att jämförbarhetskravet uppfylls. Problem uppstår dock om dessa rapporter är utformade på ett sätt som gör att bolagen har alltför stora möjligheter till flexibilitet och därmed kan presentera material där tolkningsbehovet återigen blir stort, alternativt om det inte ställs några krav på att data som eventuellt vore intressant att studera ska inkluderas. Då metoden ställer höga krav på jämförbarhet har sekundärdata i form av insamlad data

¹⁵ Arbnor I. & Bjerke B., *Företagsekonomisk metodlära* (1994)

¹⁶ Ibid

från årsredovisningar, kvartalsrapporter och fastighetsförteckningar använts. Redovisningsbaserad information är framställd med syftet att ge en rättvisande bild av företagsverksamhet, och används därför ofta då företag och deras prestationer ska analyseras och bedömas av en extern part. De regelverk gällande bolagsredovisning som ligger till grund för utformningen av rapporterna anses ställa tillräckligt höga krav och risken för att problem ska uppstå i och med tolkningen av dessa bortses därför ifrån. Kompletterande underlag, såsom enstaka intervjuer, har inte ansetts nödvändiga då den information som redovisats varit tillräcklig för metodvalet.

Data har insamlats från samtliga bolags senaste årsredovisning, 2007, samt de fyra senaste kvartalsrapporterna, från fjärde kvartalet 2007 till tredje 2008. Då informationen i dessa rapporter i vissa fall varit otillräcklig gällande fastighetsbestånden har bolagens mer detaljerade fastighetsförteckningar även använts. För att uppnå en hög tillförlitlighet har insamlad data kontrollerats så att samma kostnads- och intäktsposter finns med i kvartals- som i årsredovisningarna för att inte kostnader/intäkter ska förbises. Vid beräkning av det så kallade driftsnettot har projektrelaterade intäkter och kostnader inte medräknats.

Vi är medvetna om att en längre observationsperiod på till exempel tre år hade gett ett mer tillförlitligt resultat. Ändå valdes den kvartalsvisa rapporteringen under dessa fyra kvartal för att så noga som möjligt fånga upp vändningen i marknaden. Ett till två ytterligare kvartal längre tillbaks i tiden hade med fördel kunnat inkluderas men uteslöts på grund av tidsåtgången i insamlingen av dessa data.

2.3 Tillvägagångssätt

2.3.1. Studiens perspektiv

Vid liknande frågeställningar som frågeställning nummer två ovan används vanligtvis ett ex-postperspektiv, där ett utfall med företag som drabbats av finansiell kris och företag som inte drabbats av finansiell kris väljs ut. Utfallsgruppen studeras därefter med en statistisk metod, vanligen regressionsanalys, som visar vilka faktorer som är statistiskt signifikanta. Då frågeställning nummer två i denna studie är av ex-antekaraktär, vilket innebär att ett urval av bolag som drabbats av finansiell kris saknas, är en liknande statistisk analys inte möjlig. En ytterligare förutsättning för en liknande metod skulle vara ett tillräckligt stort antal undersökningsbolag för att få statistik signifikans, något som eventuellt inte skulle kunna uppfyllas med den begränsade marknad som fastighetsbolagen utgör. Alternativet som väljs i denna uppsats är att använda resultaten i tidigare studier, utförda enligt ovan, för att besvara frågeställningarna. Detta kan leda till problem i de fall de tidigare studierna inte utförts på samma typ av bolag under samma marknadsförutsättningar, vilket leder till att tillförlitligheten i resultatet minskar.

2.3.2. Analysmetod

Analysen består av två delar där de båda frågeställningarna bearbetas separat. Den första delen behandlar den finansiella ställningen hos de undersökta fastighetsbolagen, då denna kan ge en indikation på hur väl bolagen förmår att hantera sämre marknadsförutsättningar ser ut, både på fastighetsmarknaden i stort och i de enskilda bolagen. En god finansiell ställning innebär i regel bättre förutsättningar att klara förändringar i marknadsförhållanden, till exempel en högre räntenivå. Den finansiella ställningen kartläggs genom analys av nyckeltal vilka anses relevanta för ändamålet. När en finansiell analys görs finns sällan absoluta sanningar utan analysen får göras med branschens karaktär och egenskaper i åtanke. Vart och ett av nyckeltalen analyseras i genomsnitt över alla de undersökta bolagen i varje delperiod, de fyra kvartalen. För att klargöra huruvida något specifikt bolags utveckling står för den visade totala utvecklingen analyseras även bolagens värden individuellt, genom att beräkna hur många bolag som har haft en uppgång respektive en nedgång under perioden. Även extremfall och deras påverkan på helhetsbilden undersöks. För att ytterligare illustrera den finansiella ställningen har dessutom en känslighetsanalys genomförts.

Den andra delen av analysen tar hjälp av ett antal tidigare studier som kartlagt vilka faktorer, representerade av nyckeltal, som är signifikanta för att kunna förutsäga att risken för finansiell kris, vilket definieras i nästa avsnitt, är hög. Efter utvärdering av dessa faktorer väljs sju av de som anses mest relevanta för den undersökta branschen ut för att användas i analysen. Vart och ett av nyckeltalen beräknas för bolagen i den sista undersökningsperioden, det tredje kvartalet 2008. Eventuella outliers identifieras genom ett intervall kring medianen med 1,5 gånger den 25:e och 75:e percentilen. Värden utanför intervallet anses vara outliers¹⁷. Därefter sätts varje bolags nyckeltal i relation till övriga bolag i undersökningen och värdena rankas mellan ett och fem. Slutligen summeras samtliga rankingar och varje bolag tilldelas en summa där ett lågt värde visar på en relativt lägre risk för finansiell kris och det motsatta gällande ett högt värde. De tidigare studierna har i regel någon form av viktning mellan nyckeltalen. Exempelvis kan skuldsättning ha visat sig ha större inverkan än bruttomarginal. Då dessa studier endast används för att utröna vilka nyckeltal som kan tänkas vara relevanta och det slutgiltiga urvalet är en kombination av studiernas resultat kan ingen inbördes viktning med säkerhet göras. Alla nyckeltal antas därför ha samma relevans och ingen inbördes viktning görs. Resultatet av detta är att den osäkerheten i den slutgiltiga bilden blir högre än om viktning hade använts. Slutligen analyseras utfallet med avseende på bolagens egenskaper representerade av fastighetsbestånd, storlek och ålder för att undersöka om det finns något samband mellan dessa egenskaper och risken för finansiell kris. Då dessa egenskaper i många fall,

¹⁷ Blom G. & Holmquist B., *Statistikteori med tillämpningar* (1998)

främst gällande fastighetsbeståndet, är svåra att kvantifiera görs i detta fall endast en kvalitativ, diskuterande analys.

Vissa bolag redovisar ränte- och hyresförfallostruktur i sina kvartalsrapporter. Eftersom löptider på lån och hyreskontrakt är betydelsefullt för ett fastighetsbolags finansiella ställning hade det varit intressant att inkludera detta i analysen. Eftersom endast omkring hälften av bolagen i undersökningen redovisade dessa strukturer tvingades vi dock bortse från informationen. Vidare har makrofaktorer, exempelvis politiska och ekonomiska faktorer helt lämnats utanför uppsatsens analys.

3. Teoretisk referensram

3.1 Risk

3.1.1 Riskbegreppet

Risk är ett brett begrepp som används i många sammanhang. När exempelvis en händelse benämns som riskfylld innebär det att det råder en osäkerhet om utfallet och att utfallet kan komma att innebära negativa konsekvenser.¹⁸ Mer precist kan begreppen risk och osäkerhet skiljas åt genom att riskbegreppet innefattar sannolikheterna för respektive möjliga utfall. En beslutsfattare kan därmed agera objektivt och rationellt genom att betrakta och analysera de olika utfallen och deras sannolikheter. I denna uppsats görs ingen sådan distinktion mellan osäkerhet och risk. Inga sannolikheter eller utfall kommer att specificeras exakt, utan hög eller låg risk innebär istället stor eller liten sannolik för en negativ konsekvens och riskbegreppet blir därmed relativt.

Hur risken ser ut i ett företags verksamhet beror på vems perspektiv som antas. Två grupper av intressenter bidrar i regel med kapital till företag, aktieägare och kreditgivare. Aktieägarna har ett residualförhållande till företaget, vilket innebär att de får utdelning i de fall företaget har genererat ett överskott. Storleken på residualen eller överskottet, samt sannolikheten som kan användas vid en estimering, är av intresse för dessa intressenter. Kreditgivarnas förhållande till företaget bygger på ersättning enligt kontrakt, vilket innebär att risken för kontraktsbrott utgör risken för dessa intressenter. Eftersom kreditgivarna alltid är prioriterade framför aktieägarna då pengar ska betalas ut från företaget har de två grupperna olika roller och olika perspektiv på förhållandet till företaget.¹⁹

¹⁸ Hamberg M., *Risk, uncertainty & profitability*, s. 2 (2000)

¹⁹ Brealey R. & Myers A., *Principles of Corporate Finance* (2003)

3.1.2 Finansiell kris

Resonemanget i uppsatsen bygger på de två definitionerna som anges nedan. Ross, Westerfield och Jaffe definierar begreppet finansiell kris enligt följande:

En situation där ett företags operationella kassaflöden inte kan täcka de kortfristiga åtagandena och företaget därav tvingas vidta åtgärder. Finansiell kris kan leda till att företaget måste ställa in ett kontrakt, och det kan innebära finansiell rekonstruktion mellan företaget, kreditgivare och kapitalinvestorare. Vanligtvis tvingas företaget att agera på annat sätt än om tillräckliga kassaflöden hade genererats.²⁰

I boken *Risk, Uncertainty & Profitability* definierar Mattias Hamberg risken för finansiell kris enligt följande:

Sannolikheten att en intressent med ett kontraktförhållande till företaget förlorar den fordran som kontraktet rättfärdigar eftersom företaget inte kan fullfölja kontraktet.²¹

Då residualförhållandet bygger på företagets överskott kan risken i residualförhållandet kvantifieras genom att betrakta den historiska volatiliteten i företagets lönsamhet. Hög volatilitet leder till en hög osäkerhet kring hur stor residualen kommer att bli och vice versa.²² Begreppet risk i samband med finansiell kris behandlas på ett annat sätt än när man talar om avkastning till aktieägarna. Det handlar inte här om historisk volatilitet, utan om sannolikheten att tillgängliga kassaflöden inte förmår täcka de betalningsförpliktelser som finns.²³

Vad påverkar då omfattningen av risken för finansiell kris? En kreditgivare bör för att undersöka risken att kontraktet bryts se till företagets lönsamhet, eller mer specifikt, lönsamheten innan räntekostnader. Både företagets operationella och finansiella verksamhet är av intresse för kreditgivare; den operationella för att generera medel för att betala räntor och den finansiella för att säkerställa en acceptabel kapitalstruktur. Då ett bolag förstärker sin finansiella hävstång genom ökad skuldsättning, ökar även dess känslighet för ränteförändringar eftersom marginalen mellan lönsamheten och räntekostnader minskar. Ett bolag som ökar skuldsättningen ökar således risken för finansiell kris.²⁴ I fastighetsförvaltande bolag kan de risker som är förknippade med verksamheten

²⁰ Ross, A. et al, *Corporate finance* (2005) [Författarnas egen översättning från engelska]

²¹ Hamberg M., *Risk, uncertainty & profitability*, s. 33 (2000)

²² Hamberg M., *Risk, uncertainty & profitability*, s. 34 (2000)

²³ Hamberg M., *Risk, uncertainty & profitability*, s. 33 (2000)

²⁴ Hamberg M., *Risk, uncertainty & profitability*, s. 34 (2000)

delas in i fem kategorier; affärsosäkerhet, fysisk osäkerhet, finansiell osäkerhet, institutionell osäkerhet och lägesosäkerhet.²⁵

Affärsosäkerhet står för den osäkerhet som varje investering är förenad med på grund av kopplingen till marknadens värderingar. Marknadens behov och förväntningar styr efterfrågan och osäkerheten kring detta ger en osäkerhet kring fastighetens intäkter och marknadsvärde, då en avvikelse mellan fastighetens uppvisade kvaliteter och egenskaper kan komma att avvika från de efterfrågade.

Med *fysisk osäkerhet* avses den osäkerhet förknippad med hur fastigheternas funktionella egenskaper utvecklas över tiden och därmed möjligheten att det uppstår en avvikelse mellan den förväntade och uppvisade funktionaliteten, vilket exempelvis kan leda till förhöjda driftskostnader än planerat.

Den *finansiella osäkerheten* uppstår när fastighetsinvesteringarna finansieras med lånat kapital. Fastighetsbolagets kassaflöden påverkas då av räntebetalningar som i sin tur påverkas av ränteläget. Osäkerhet kring utvecklingen av räntelägen och kreditgivares lånevillkor, såsom kapitaltäckning, är i regel en betydande faktor i fastighetsbolagens verksamhet. Även en osäkerhet kring valutaförändringar blir en påverkande faktor om fastighetsbolaget har lån i olika valutor.

Den *institutionella osäkerheten* omfattar politiska och legala faktorer, såsom hur regelverk som styr byggande och förvaltning kommer att utvecklas, samt förhållanden rörande bygglov och detaljplaner med mera.

Lägesosäkerheten är förknippad med fastighetens fixa geografiska läge och osäkerheten kring hur samhällsutvecklingen kommer att förändras. I ett geografiskt område under där nettoinflyttningen är negativ kommer efterfrågan på fastigheter att minska och således även möjligheten till intäkter för fastighetsägaren.

3.2 Fastighetsbolag

Fastighetsförvaltande företag äger *fastigheter*, vilket innefattar mark, byggnader och delar av byggnader, i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa.²⁶

3.2.1 Fastigheter som investeringsobjekt

De fastighetsförvaltande företagens verksamhet har flera särdrag som skiljer dem från andra producenter av varor och tjänster. Fastigheterna i sig har utpräglade karakteristika som investeringsobjekt. De egenskaper som varierar från fastighet till fastighet är geografisk lokalisering,

²⁵ Strömgren C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*, s. 29 (1995)

²⁶ Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS, s. 619 (2006)

användningsområde, storlek, ålder, konstruktion, underhåll och hyresgäst²⁷. Till följd av att varje fastighet har ett fixt geografiskt läge påverkas investeringsobjektet av lägesfaktorer, såsom omgivningen²⁸. Alla dessa faktorer påverkar en fastighets värde som investeringsobjekt och är därmed viktiga för det förvaltande bolaget²⁹. Lägesfaktorn är så pass avgörande att skillnader i värden mellan fastigheter med i huvudsak samma övriga egenskaper, i stort sett kan tillskrivas fastighetens geografiska lokalisering³⁰.

Vidare har fastigheter i jämförelse med andra investeringsobjekt förhållandevis långa varaktigheter, vilket i kombination med att fastigheternas egenskaper är svåra att förändra och anpassa, medför stor osäkerhet i den ekonomiska bedömningen över tid. Som nämndes ovan är fastighetstypen ytterligare en egenskap som är betydelsefull för värdet. De huvudsakliga fastighetstyperna är bostad, kontor, butik och industri, varav alla utom bostad ofta benämns som kommersiella fastigheter. Detta är en vanlig kategorisering av fastigheter där de olika typerna motsvarar olika risknivåer i verksamheten³¹.

Av flera orsaker anses bostäder innebära den lägsta risknivån för ett fastighetsförvaltade företag. En bostadsfastighet innebär ofta ett stort antal mindre hyreskontrakt vilket ökar spridningen i affärsrisken. Vidare är efterfrågan stabil, de potentiella användarna många och inga större hyresgäst Anpassningar krävs.³²

Enligt klassisk riskbedömning i fastighetsbranschen är det graden av generell användning som är av betydelse för en fastighets risk. En högre specialiserad användning medförde högre risk eftersom antalet potentiella hyresgäster sjunker. Av denna anledning ansågs tidigare industrifastigheter bära den högsta risken av de fyra fastighetstyperna. Denna modell för bedömning av risk har dock kommit att ifrågasättas då hyresnivåer och vakanser, det vill säga outhyrda ytor, på kontorslokaler, med tämligen generell användning, har visat sig variera mer än övriga fastighetstyper.³³ Därmed har konjunkturkänsligheten gjort kontor till mer riskfyllda än industrilokaler. Fortfarande är det dock bostäder som innebär den lägsta risken då hyresnivåer och vakanser i dessa fastigheter har lägst svängningar³⁴.

²⁷ Hoesli M. & MacGregor B. D., *Property Investment: Principles and Practice of Portfolio Management* (2000)

²⁸ *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt*, sid 344 (2005)

²⁹ Jaffee & Sirmans, *Fundamentals of real estate investment*, s. 65 (2001)

³⁰ *Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering*, sid 108 (2004)

³¹ Strömgren C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*, s. 53 (1995)

³² Ibid

³³ Strömgren C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*, s. 55 (1995)

³⁴ Lind H., *Direktavkastning och direktavkastningskrav för fastigheter* (2004)

Som tidigare nämnts beror en fastighets risk inte bara på vilken typ av verksamhet den är anpassad för, utan även var den är belägen spelar roll. I centrala lägen finns ytor som är attraktiva för många vilket innebär att hyresnivåerna där är högre än i mindre centrala lägen samt att lägesosäkerheten är lägre. Eftersom efterfrågan i centrala lägen är hög är risken i dessa fastigheter generellt sett låg och kraven på direktavkastning, vilket definieras nedan, är därav i regel lägre relativt andra lägen³⁵.

Aktuella analyser talar dock för att Stockholmsområdet löper risk för de mest omfattande nedgångarna i den stundande lågkonjunkturen. Under de senaste åren har sysselsättningen ökat vilket har fått effekter på fastighetsmarknaden. Inom kontorssegmentet har efterfrågan och hyresnivåerna ökat, och vakansgraderna minskat. Uppsvinget har varit kraftigast i Stockholmsområdet vilket medför att det är där som nedgången i marknaden kommer att få effekt först. Enligt prognoser kommer därför vakansgraderna i Stockholmsområdet att öka kraftigare än i övriga storstadsregioner i Norden under 2009.³⁶

3.2.2 Den svenska fastighetsmarknaden

I Sverige är marknaden för alla fastighetskategorier förutom industri tämligen polariserad. Efterfrågan på objekt i "bra" lägen är hög medan efterfrågan på objekt i sämre lägen är väsentligt lägre.³⁷ Under senare delen av 90-talet påbörjades en långsam men tydlig prisuppgång för samtliga fastighetstyper. Prisutvecklingen har dock svängt kraftigare för kommersiella fastigheter än för bostäder, eftersom de prispåverkande faktorerna för dessa kategorier, som efterfrågan, hyresnivåer och vakansgrad, förändras snabbare än de som bestämmer prisnivån på bostäder.³⁸

Bostäder

Under 2000-talet har efterfrågan på bostäder i tillväxtsregioner ökat markant vilket har drivit upp prisnivåerna på dessa fastigheter.³⁹

Kontor

I de största städerna, och allra främst i Stockholm har hyresmarknaden för kontorsfastigheter under en tid stått i en klass för sig med höga hyresnivåer och låga vakansgrader.⁴⁰

Butiker

Prisutvecklingen har inte varit fullt lika dramatisk för butikslokaler som för kontor. En tydlig polarisering har dock noterats mellan köpcentras i mindre och i större städer, där de

³⁵ Strömgren C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*, s. 54 (1995)

³⁶ *Nordic Report Autumn 2008* (2008)

³⁷ *Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering* s. 97 (2004)

³⁸ *Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering* s. 98 (2004)

³⁹ *Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering* s. 99 (2004)

⁴⁰ Ibid

storstadsbaserade har kunnat öka sin omsättning betydligt. Således har butikshyrorna stigit i större städer, främst i Stockholm. Under den här utvecklingen har direktavkastningskraven i dessa fastigheter varit låga då risken ansetts låg.⁴¹

Industrier

Industrisegmentet skiljer sig på flera sätt från de övriga tre. Skillnader i vakansgrader mellan olika orter och mellan områden i en och samma ort är en faktor som utmärker industrilokaler. Låga vakansgrader återfinns i attraktiva områden i storstäder men även i mellanstora och mindre orter i södra och mellersta Sverige där näringslivet är väldifferentierat.⁴²

3.2.3 Fastighetsbolagens redovisning

Från och med 2005 började svenska företag implementera den nya internationella redovisningsstandarden IFRS, International Financial Reporting Standard. I och med dessa regler vann redovisning av tillgångar till verkligt värde (*fair value accounting*) mark på bekostnad av redovisning enligt anskaffningsvärden (*historical cost accounting*)⁴³. Dessa två skolor inom redovisning bygger på olika principer, nämligen värdering respektive avskrivning, och metoderna får effekter i och med hur kostnader redovisas och fördelas över en förvärvad tillgångs livslängd. Under de senaste åren har redovisning till verkligt värde, och därmed kostnader/intäkter i form av upp- samt nedskrivning, börjat användas mer än den mer konventionella anskaffningsvärdemetoden⁴⁴.

IAS40

IAS 40 är den delen av IFRS som behandlar redovisning av förvaltningsfastigheter, vilka definieras som fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa⁴⁵. För fastighetsbolagen innebar omställningen till IAS 40 att kostnaderna för de i investeringssyfte förvärvade fastigheter måste hanteras på ett nytt sätt. Tidigare skrevs anskaffningsvärdet för fastigheter av försiktighetsskäl ner över ett stort antal år och kostnaden portionerades därmed ut på lika stora andelar varje år. Enligt IAS 40 värderas fastigheterna istället till marknadsvärde minst en gång om året, och det är det bedömda sammanlagda värdet på hela beståndet som redovisas i balansräkningen. Skillnader mellan det ingående och utgående bedömda värdet går oftast över resultaträkningen och utgör då en vinst eller en förlust som påverkar bolagets redovisade resultat⁴⁶.

⁴¹ Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering s. 99 (2004)

⁴² Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering s. 101 (2004)

⁴³ Alexander D. & Nobes C., *Financial Accounting – An international introduction*, s. 178 (2001)

⁴⁴ Chorafas D., *IFRS, Fair Value and Corporate Governance* s.202 (2006)

⁴⁵ IAS 40 §5

⁴⁶ IAS 40

Det verkliga värdet på en fastighet är det belopp till vilket den skulle kunna överlåtas mellan kunniga, oberoende parter som båda har intresse i transaktionen genomförs.⁴⁷ Det är aktuella priser på en likvid marknad för likartade förvaltningsfastigheter, med avseende på läge, skick och avtal, som enligt standarden ger den bästa vägledningen då verkligt värde ska bedömas⁴⁸. Vidare ska värdet inte påverkas av den övriga fastighetsportföljen eller av andra faktorer som vanligen inte är tillgängliga för kunniga säljare och köpare.⁴⁹ IAS 40 uppmuntrar företag att basera fastigheternas verkliga värde på värderingar utförda av oberoende värderingsinstitut, men detta är dock inte ett krav.⁵⁰

IAS 40 och dess effekter är inte okontroversiella. Eftersom ett fastighetsbolags strategi inte bara bygger på direktavkastning utan även på investering i fastigheter menar förespråkare att verkligt värde är rätt sätt att redovisa då värdeförändringar inte bör separeras från en förvaltningsfastighets finansiella utveckling, utan bör ses som en del av fastighetsbolagets prestation. För att resultatet ska visas på ett rimligt vis måste därför redovisning till verkligt värde tillämpas. Motståndarna till de nya reglerna hävdar däremot att då fastigheter är unika objekt och försäljningar sker med unika förutsättningar, är marknaden så pass speciell att bedömningar av verkliga värden inte kan göras på ett tillförlitligt vis. Eftersom redovisningen på detta sätt är subjektiv kan inte värdena anses vara jämförbara.⁵¹

I och med att företagen kan välja att själva genomföra värderingen av sitt bestånd lämnas ett utrymme för skilda uppfattningar om fastigheters värde. Detta kan orsaka problem i en marknad med fallande fastighetspriser, eftersom företag på grund av nedskrivningarnas effekter kan lockas att göra mindre omfattande sådana än vad som kan anses rimligt. Även värderingar som överlåts till oberoende värderingsinstitut kan vara otillräckligt standardiserade eftersom regleringen är relativt ny och därmed begränsade referenspunkter finns att tillgå, samt eftersom valet av värderingsmetod är valfri. Effekterna av en nedskrivning av det sammanlagda värdet får direkta konsekvenser i form av reducerat redovisat resultat och indirekta konsekvenser i form av reducerad soliditet.

Balansräkningen

Fastighetsbolagens verksamhet bygger på investering och förvaltning, vilket i flera avseenden skiljer dem från producerande bolag. Då ingen produktion förekommer består merparten av tillgångssidan i balansräkningen av fasta anläggningstillgångar i form av fastigheter. Detta medför att den bokförda balansomslutningen i enlighet med IFRS till största del är marknadsvärderad, något som ytterligare

⁴⁷ IAS 40 §5

⁴⁸ IAS 40 §45

⁴⁹ IAS 40 §49

⁵⁰ IAS 40 §32

⁵¹ Lanto T. & Lundström I., *Redovisning till verkligt värde* (2008)

särställer fastighetsbolagen från många andra branscher och gör att värderingen av fastigheterna är av stor betydelse. Eftersom anläggningstillgångarna till fullo möjliggör för fastighetsbolagens verksamhet, är andelen omsättningstillgångar, som exempelvis varulager och kundfordringar, låg. Vid analys av fastighetsbolagen läggs därför inget fokus på hur väl omsättningstillgångarna hanteras, något som är vanligt i andra branscher där dessa har en mer betydande roll.

Fastighetsförvaltning och investering i fastigheter är en kapitalintensiv verksamhet och därmed också till stor del beroende av finansiering med hjälp av främmande kapital⁵². Normalt finansieras nyproduktion och fastighetsinvesteringar med hjälp av långfristiga fastighetslån från ett eller flera kreditinstitut⁵³. Då fastigheterna fungerar som pant för lånet, och i egenskap av fast egendom ses som relativt säkra investeringar, kan de belånas förhållandevis högt. Bostadsfastigheter kan till exempel vanligtvis belånas upp till 75 procent av marknadsvärdet. Fastigheter som anses mer riskfyllda har i allmänhet en lägre belåningsgrad.⁵⁴ På grund av den höga belåningen ligger soliditeten i fastighetsbolag ofta på lägre nivåer än i andra branscher⁵⁵.

Resultaträkningen

För att skapa en tydlig bild av fastighetsbolagens verksamhet kommer typiska poster i resultaträkningen att visas och förklaras nedan.

Resultaträkning
Hyresintäkter
Förvaltningskostnader
Driftsnetto
Centrala administrationskostnader
Värdeförändringar fastigheter
Övriga rörelseintäkter/kostnader
Finansnetto
Förvaltningsresultat
Värdeförändringar finansiella instrument
Skatt
Årets/periodens resultat

Hyresintäkter

Hyresintäkterna utgör fastighetsbolagens nettoomsättning, det vill säga de primära intäkterna.

⁵² Strömgren C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*, s.22-23 (1995)

⁵³ Sörling S., *Finansiell ställning Nyckeltal*, s. 39 (1996)

⁵⁴ *Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering* s. 328 (2004)

⁵⁵ Sörling S., *Finansiell ställning Nyckeltal*, s. 39 (1996)

Förvaltningskostnader

Kostnaderna som är relaterade till fastighetens drift och underhåll⁵⁶ benämns ofta förvaltningskostnader. Huvudsakliga poster som ingår är fastighetsskötsel och administration, försäkringar, tomträttsavgäld samt fastighetsskatt⁵⁷. Driftskostnader utgör ofta den största delen av förvaltningskostnaderna.

Driftsnetto

Driftsnettot utgörs av det överskott som återstår sedan förvaltningskostnaderna dragits från intäkterna⁵⁸. En fastighets driftsnetto bidrar till bolagets betalningsförmåga och tillsammans med rådande ränteläge och avbetalningstakt bestämmer det storleken av det så kallade överskjutande betalningsnettot. Betalningsnettot visar den räntebelastning som fastighetsbolaget kan klara samt deras utrymme för amorteringar⁵⁹.

Centrala administrationskostnader

Dessa kostnader är hänförliga till administreringen av fastighetsbolaget i sig, och innefattar till exempel kostnader för ledningspersonal, finansfunktion, bolagsstämma och revision⁶⁰.

Värdeförändringar fastigheter

I posten ingår både realiserade och orealiserade värdeförändringar på fastigheter. De realiserade har uppkommit då företaget sålt fastigheter med vinst eller förlust i jämförelse med bokfört värde, och de orealiserade har blivit tydliga i och med fastighetsbeståndets värdering. Upp- och nedskrivningar av fastighetsvärden innebär ingen kassapåverkan eftersom förändringen endast är redovisningsmässig. Däremot förs värdeförändringarna vidare till eget kapital via årets resultat. Detta innebär att stora värdeminskningar i resultaträkningen urholkar soliditeten då andelen eget kapital minskar.

Förvaltningsresultat

Förvaltningsresultatet motsvarar rörelseresultatet minskat med finansiella intäkter och kostnader hos icke-fastighetsförvaltande bolag.

Värdeförändringar finansiella instrument

I stort sett alla större svenska fastighetsbolag ingår idag ränteswapavtal för att skydda sig mot fluktuationer i marknadsräntan. När sådana derivat används kan värdeförändringar gentemot bokfört värde uppstå då instrumenten värderas på balansdagen⁶¹.

⁵⁶ *Värderingshandledning för SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex (2007)*

⁵⁷ *Ibid*

⁵⁸ *Ibid*

⁵⁹ *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt s. 329 (2005)*

⁶⁰ *Värderingshandledning för SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex (2007)*

⁶¹ *Castellums årsredovisning (2007)*

3.2.4 Den operationella förvaltningsverksamheten

För att förstå en bransch är det viktigt att vara medveten om hur företagen inom branschen skapar lönsamhet, det vill säga hur bolagen tjänar pengar. Först och främst måste den grundläggande strukturen för intäkter och kostnader kartläggas. De flesta företags verksamhet består i att de producerar antingen varor eller tjänster, vilket medför att varulager, kundfordringar och leverantörsskulder är viktiga rörelserelaterade balansposter. Eftersom fastighetsbolag är investeringsföretag som skapar lönsamhet genom de tillgångar som de besitter, är det viktigt att analysera innehaven av fastigheter.

Tydligt i resultaträkningen är att fastighetsbolagens intäkter kan genereras antingen av fastighetsbeståndets direktavkastning i form av hyresintäkter, eller uppstå genom orealiserade eller realiserade värdestegringar i beståndet. Direktavkastningen från förvaltningen och den eventuella värdestegringen utgör tillsammans totalavkastningen, vilken kan mätas på enskilda fastigheter eller på hela bestånd⁶². De underliggande variablerna som bestämmer nivån på en fastighets så kallade direktavkastning är hyresnivå och vakansgrad, eftersom dessa avgör avkastningen från uthyrningsverksamheten⁶³. Hyresnivån beror till stor del av det allmänna konjunkturläget och kan anses drivas av BNP⁶⁴, medan vakansgraden är ett mått på hur stor del av fastighetens totala uthyrbara yta som faktiskt är uthyrd. En låg vakansgrad innebär med andra ord att antalet hyresgäster i fastigheten är stort i relation till den maximala kapaciteten. Vakansgraden påverkas både av nytecknade och uppsagda kontrakt och är av stor betydelse för intäktens storlek. En oväntat hög vakansgrad kan slå omkull hela verksamheten.⁶⁵ Affärsrisken i fastighetsförvaltande verksamhet består av risker gällande hyresnivå samt uthyrningsgrad⁶⁶. Intäkter kan även uppstå i och med att företaget åtagit sig andra uppdrag som inte är relaterade till fastighetsbeståndet, såsom parkeringsverksamhet och modulbyggande.

Vad gäller kostnader är det anmärkningsvärt att fastighetsbolagen till stor del är exponerade mot fasta kostnader. Dessa är, till skillnad från de rörliga kostnaderna, i stort sett oförändrade oavsett beläggning och operativa intäkter⁶⁷. Exempel på fasta kostnader som inte följer rörelser i hyresnivåer och vakansgrader är fastighetsskatter, generellt underhåll, försäkring, lokalvård och andra driftskostnader⁶⁸. De rörelserelaterade förvaltningskostnaderna är inte variabla med antalet

⁶² Fastigheter – investeringstillfälle eller bubbla? (2005)

⁶³ Lundström S., *Ekonomisk analys av hyreskontrakt* s. 40-41 (1997)

⁶⁴ Ball et al., *The Economics of Commercial Property Markets* (1998), Chaplin R., *The predictability of real office rents* (1999)

⁶⁵ Strömberg C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*, s. 149 (1995)

⁶⁶ Strömberg C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut* s. 87 (1995)

⁶⁷ Geltner et al., *Commercial Real Estate. Analysis & Investments* s. 240 (2007)

⁶⁸ Lundström S., *Ekonomisk analys av hyreskontrakt* s. 54 (1997)

hyresgäster eller hyresnivåer, utan med antalet fastigheter. Den höga andelen fasta kostnader medför att förändringar i vakansgrad och hyresnivåer snabbt ger en betydande förändring i rörelseresultatet. Den största kostnadsposten är dock kostnaderna relaterade till finansieringen av fastighetsinnehaven, vilket gör att det slutgiltiga resultatet har stor känslighet för förändring av inflation och ränta⁶⁹.

Utvecklingen i fastighetsbolagen är beroende av utvecklingen på fastighetsmarknaden eftersom både hyror och värden är knutna till i vilket konjunkturläge denna marknad befinner sig. Då konjunkturen är gynnsam drivs fastighetspriserna bland annat upp av fastighetsägarnas förväntningar att kunna ta ut högre hyror. När konjunkturen däremot vänder nedåt omvärderar investerarna sina investeringar och priset på deras risktagande höjs. Att priset på en fastighet förändras grundar sig alltså i förändringar i betalningsviljan eller med andra ord det underliggande avkastningskravet. Det blir här uppenbart att prissättningen på fastigheter är starkt kopplad till det ekonomiska läget i stort.⁷⁰

3.3 Nyckeltal

Att beräkna nyckeltal innebär att sätta mätbar information i relation till varandra. Vid analys av företags verksamhet med hjälp av nyckeltal hämtas information ofta från offentliggjorda finansiella rapporter, vilket innebär att metoden är lämplig för externa bedömare utan tillgång till intern information från företaget. Fördelen med att använda nyckeltal i en företagsanalys är att fokus riktas på just den information som är av störst betydelse för ändamålet, exempelvis stabilitet, utveckling eller lönsamhet. Slutsatser om företagets tidigare och nuvarande ekonomiska ställning kan snabbt dras efter en nyckeltalsanalys över tid.⁷¹

Då värden från balansräkningen ska sättas i relation till värden från resultaträkningen är det viktigt att komma ihåg att resultaträkningen anger en prestation i ett tidsintervall, medan balansräkningen ger en ögonblicksbild av tillgångar och skulder på balansdagen. För att bättre matcha balansräkningsvärdena mot resultatet kan resultatet behandlas som om hela prestationen inträffade efter halva året samtidigt som ett genomsnitt av in- och utgående balansvärden används. Metoden kallas genomsnittsmetoden och ger en mer rättvisande bild av utvecklingen över perioden.⁷² Det viktigaste vid beräkning av nyckeltal är att vara konsekvent, det vill säga att använda samma typ av siffror och göra samma antaganden genom hela analysarbetet. Detta gäller både över tid och mellan olika företag. Återigen är det här praktiskt att använda resultat- och balansräkningen som

⁶⁹ Strömgren C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut*, s 23 (1995)

⁷⁰ *Finansiell stabilitet 1* (2008)

⁷¹ Nilsson H. et al., *Företagsvärdering med fundamental analys* (2002)

⁷² Ibid

utgångspunkt eftersom dessa är uppbyggda efter samma struktur varje år och för varje bolag⁷³. Definitioner av nyckeltal kan skilja sig åt mellan de undersökta företagen, vilket kan försvåra analysen⁷⁴. Därför bör, för att största möjliga jämförbarhet ska uppnås, de aktuella nyckeltalen beräknas på egen hand.

3.3.1 Nyckeltal för bedömning av finansiell ställning

En nyckeltalsanalys gör det alltså möjligt att snabbt få en överblick av det analyserade företags verksamhet. Nyckeltal beräknade utifrån resultaträkningen avslöjar företags svaga och starka sidor, medan balansräkningens nyckeltal visar företags "finansiella hälsa"⁷⁵. Vilka nyckeltal som är intressanta att studera beror på vilket användarperspektiv som antas. Företagsledningen till exempel, har troligtvis inte samma fokus som en kreditgivare. En kreditgivare är först och främst intresserad av en kunds förmåga att betala de kassaflöden som härrör från skulderna samt den långsiktiga finansiella ställningen⁷⁶. Långsiktigheten är särskilt intressant i fastighetsbolagens fall, då fastigheterna har relativt lång ekonomisk livslängd⁷⁷. De olika, för kreditgivare, intressanta nyckeltalen kan indelas enligt *likviditet*, *skuldsättning*, *lönsamhet* och *effektivitet*⁷⁸.

Likviditet

Traditionella likviditetsmått lämpar sig mindre väl för fastighetsförvaltande företag, eftersom dessa företag har fastigheter som den helt dominerande tillgången, finansieringen är långfristig och företagen har ett litet rörelsekapital.⁷⁹

Skuldsättning

Då skuldsättningen hos fastighetsbolag i regel är högre än i bolag inom andra branscher är dessa mått av särskild relevans för kreditgivare⁸⁰. Skuldsättningsmått visar hur beroende verksamheten är av lånefinansiering. Måtten innefattar både balansräkningsmått där en uppfattning fås om skuldernas del i kapitalstrukturen, samt kassaflödesmått som visar hur väl företags kassaflöden kan täcka räntebetalningar.

- **Soliditet** – Soliditeten beräknas genom att sätta eget kapital i förhållande till det totala kapitalet. Måttet visar företags förmåga att hantera framtida förluster via befintligt eget kapital och är ett vanligt sätt att visa på hur pass bra den långsiktiga stabiliteten är. Hur hög

⁷³ Nilsson H. et al., *Företagsvärdering med fundamental analys* (2002)

⁷⁴ *Finansanalytikernas rekommendationer* s. 65 (2006)

⁷⁵ Hult M., *Värdering av företag* (1998)

⁷⁶ Dennis M., *Key financial ratios for the credit department* (2006)

⁷⁷ *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt* s. 331 (2005)

⁷⁸ Haight G. T., Singer D., *The Real Estate Investment Handbook* (2005)

⁷⁹ Sörling S., *Finansiell ställning Nyckeltal* s. 29 (1996)

⁸⁰ Sörling S., *Finansiell ställning Nyckeltal* s. 54 (1996)

soliditeten är skiftar mellan företag och branscher. En tumregel är att desto högre risk det är i branschen desto högre soliditet eftersträvas.⁸¹ Har bolaget en hög soliditet minskar dessutom den potentiella effekten av konjunkturssvackor och höjda räntenivåer, eftersom lånevolymen är låg samtidigt som förmågan att klara av ökade räntekostnader är god.⁸² För en kreditgivare är soliditetsnivån i det låntagande företaget därmed av stor betydelse för hur riskfylld utlåningen kan anses vara.

- **Räntetäckningsgrad** – Räntetäckningsgraden beräknas genom att dela företagets intäkter före räntekostnader inklusive ränteintäkter med räntekostnaderna, och visar därmed hur förmågan att generera ett intäktsöverskott som täcker räntekostnaderna ser ut i det låntagande företaget.⁸³ Om nyckeltalet är lika med ett innebär det att kostnaderna för belåningen nätt och jämt kan täckas.

Lönsamhet

Lönsamhetsmått visar verksamhetens förmåga att generera vinster. Måtten består dels av intäkter i relation till kostnader, samt vinsten i relation till det kapital som legat till grund för vinsterna.

- **Räntabilitet på totalt kapital, R_T** – Detta mått sätter rörelsens vinst i relation till det totala kapitalet. Vinsten inkluderar inte poster relaterade till finansieringen och då det totala kapitalet inte säger något om finansieringen är detta mått inte beroende av kapitalstrukturen.⁸⁴
- **Överskottsgrad** – Överskottsgraden beräknas genom att driftsnettot sätts i relation till intäkterna och speglar fastighetsbolags kärnverksamhet då den visar vilken marginal företaget har på förvaltningsverksamheten. Hos icke-fastighetsförvaltande bolag motsvarar överskottsgraden bruttomarginalen.
- **Rörelsemarginal** före och efter värdeförändringar – Nyckeltalen visar hela verksamhetens lönsamhet. Om värdeförändringarna tas in i beräkningen framträder även en bild av deras inverkan.

Effektivitet

Effektivitetsmått visar hur väl tillgångarna används för att generera intäkter och vinst. Traditionella effektivitetsmått inkluderar exempelvis lageromsättningshastighet och leverantörsskulder i

⁸¹ Carlson M., *Att arbeta med företagsanalys* s. 258 (2001)

⁸² Strömgren C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut* s. 152 (1995)

⁸³ Sörling S., *Finansiell ställning Nyckeltal* s. 30 (1996)

⁸⁴ White, G. I., Sondhi A. C. and Fried D., *The Analysis and use of Financial Statements* s. 134 (2003)

förhållande till rörelsekostnader.⁸⁵ Då fastighetsbolagens rörelsekapital är förhållandevis litet ägnas ingen större uppmärksamhet åt dessa.

- **Direktavkastning** – Nyckeltalet visar driftsnettot i förhållande till det totala fastighetsvärdet. Direktavkastningen är lägre i bostadsfastigheter än i övriga fastighetskategorier samt i mer centrala lägen jämfört med mer perifera.⁸⁶

Övriga mått

- **Ekonomisk uthyrningsgrad** – Svarar mot den bedömda marknadshyran för outhyrda lokaler i procent av summan av detta belopp och redovisade hyresintäkter.⁸⁷ Uthyrningsgraden är av utomordentlig betydelse för intäktens storlek⁸⁸.

3.3.2 Nyckeltal för bedömning av risk för finansiell kris

Det finns få tidigare studier beträffande relevanta värderingsfaktorer/nyckeltal inom den svenska fastighetsbranschen som behandlar fenomenet finansiell kris. Det finns dock ett antal beträffande detta som studerar andra industrier, i vilka ett antal nyckeltal visat sig vara relevanta för att förutsäga finansiell kris. Dessa tidigare studier har behandlat olika nyckeltal och gjort jämförelser mellan historiska data hos företag som drabbats av finansiell kris och företag som inte drabbats. Ett exempel är en av de första studierna, utförd av Altman 1968, där företag med olika storlek och inom olika industrier undersöktes med hjälp av en multivariat analysmetod⁸⁹. Resultaten i dessa studier skiljer sig åt såtillvida att vissa anger en sannolikhet för finansiell kris och andra visar om sannolikheten för finansiell kris är hög eller låg. Studierna har gemensamt att vissa nyckeltal är relevanta oavsett vilken bransch den specifika studien har granskat. Antagandet om att dessa nyckeltal även kan tillämpas för att utvärdera risken för finansiell kris inom fastighetsbranschen i kombination med kunskap om hur verksamheten i fastighetsbolag fungerar, leder till att ett antal av dessa nyckeltal kan väljas ut och ses som representativa. Inga antaganden anses kunna göras om nyckeltalens inbördes signifikans utan alla utvalda betraktas som lika relevanta.

⁸⁵ Penman S. H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation* s. 381-382 (2007)

⁸⁶ Lind H., *Direktavkastning och direktavkastningskrav för fastigheter* (2004)

⁸⁷ *Finansanalytikernas rekommendationer* s. 70 (2006)

⁸⁸ Strömgren C., *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut* s. 149 (1995)

⁸⁹ Altman E., *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy* (1968)

Tidigare studier

Nedan listas de tidigare studier som ligger till grund för analysdel 2:

Författare	Studie	Signifikanta faktorer för finansiell kris
John Y. Campbell et al	<i>In Search of Distress Risk</i> (2005)	Belåningsgrad; Lönsamhet; Marknadsvärde på eget kapital; Historisk aktiekurs; Volatilitet på historiska aktiekurser; Kassa och bank; Market-to-book-kvot
Michael Dennis	<i>Key Financial Ratios For The Credit Department</i> (2006)	Quick ratio; Current ratio; Skulder/Eget kapital; Räntetäckningsgrad; Bruttomarginal; R_E ; R_T ; Omsättningshastighet leverantörsskulder; Lageromsättningshastighet; Omsättningshastighet tillgångar
Ghassan Hossari, Sheikh Rahman	<i>A comprehensive formal ranking of the popularity of financial ratios in multivariate modeling of corporate collapse</i> (2005)	Nettoresultat/Tillgångar; Omsättningstillgångar/kortfristiga skulder; Skulder/Tillgångar; Working Capital/Tillgångar; EBIT/Tillgångar; Kassaflöde/Totala skulder
Jacob Ahlqvist, Fredrik Järsten	<i>Nyckeltal som alarmklocka: för fastighetsbolag</i> (1992)	Skillnad hyresintäkter/marknadsvärde och hyresintäkter/bokfört värde; Belåningsgrad; Skulder/Eget kapital; Eget kapital/Totala tillgångar

Tabell 1: Tidigare studier.

Valda nyckeltal

För att välja ut vilka nyckeltal tas vidare till analysen används följande kriterier:

1. Nyckeltalen ska vara omnämnda i en eller flera av de tidigare studierna ovan
2. Nyckeltalen ska passa för utvärdering av fastighetsbranschen

De nyckeltal som valts ut är:

- Soliditet
- Räntetäckningsgrad
- Avkastning på totalt kapital
- Överskottsgrad
- Direktavkastning
- Belåningsgrad
- Kassaflöde i förhållande till totala skulder

Soliditeten och räntetäckningsgraden visar som tidigare nämnts på företagets finansiella ställning med avseende på skuldsättningen. Även belåningsgraden är en form av skuldsättningsmått. Den

beräknas genom de totala fastighetslånen enligt balansräkningen i procent av fastigheternas värde⁹⁰. Då antagandet görs att samtliga räntebärande skulder kan tillföras fastighetsfinansieringen visar detta mått på den genomsnittliga fastighetsbelåningen⁹¹.

Nyckeltal som beräknar avkastningen är alltid värdefulla verktyg för intressenter som har intresse av att företaget presterar bra och är lönsamt. Avkastningen på totalt kapital och direktavkastning väljs då de visar på lönsamheten oberoende av kapitalstruktur, då kapitalstrukturen vägs in i andra mått, samt visar hur själva kärnverksamhetens lönsamhet är.

Överskottsgraden är det vanligaste marginalmåttet hos fastighetsbolag och tas med som lönsamhetsmått då det speglar lönsamheten i själva fastighetsförvaltningen.

Kassaflödet i förhållande till totala skulder väljs då detta är ett mått som inte påverkas av eventuella redovisningsmässiga poster i resultaträkningen. Eftersom kreditgivarna är i fokus anses förhållandet till skulderna vara av relevans.

Market-to-book-kvoten hade även varit intressant att undersöka, men eftersom i princip samtliga fastighetsbolag idag är undervärderade i förhållande till deras bokförda värde blir nyckeltalet svårtolkat. De låga börsvärdena på Stockholmsbörsen gör att Campbells slutsats att hög Market-to-book skulle vara förenligt med hög risk för finansiell kris inte är tillämplig på vår studie. Dessutom faller måttet utanför avgränsningen om att endast redovisningsmässig data ska ligga till grund för analysarbetet.

4. Empiri

De till undersökningen utvalda bolagen utgick till en början från samtliga svenska börsnoterade bolag klassificerade som fastighetsbolag. Därefter exkluderades de fem angivna nedan:

- Brinova – På grund av Brinovas aktieförvaltningsverksamhet är andelen fastigheter av totala tillgångar låg i jämförelse med övriga bolag.
- Annehem – Bolaget avyttrade stora delar av verksamheten under 2008, vilket skapar problem med jämförbarheten.
- Home Properties – Hotellfastigheter utgör en stor del av Home Properties bestånd, en fastighetstyp med speciella egenskaper som skiljer dem från de övriga typerna.

⁹⁰ *Finansanalytikernas rekommendationer* s. 69 (2006)

⁹¹ Ibid

- Corem – Verksamheten i Corem har endast har pågått under tre av de fyra undersökta kvartalen, vilket ger en missvisande bild vid jämförelser.
- Heba – Eftersom bolaget endast värderar sitt fastighetsbestånd vid hel- och halvårsskiften blir deras siffror inte jämförbara med de övriga bolagen.

Hos de bolag som inkluderas i undersökningen utgör det samlade fastighetsvärdet en mycket stor andel av de totala tillgångarna, i genomsnitt 94 procent av totala balansomslutningen⁹². Störst andel har Castellum med 99 procent och lägst har Balder med 89 procent. Den övriga andelen av Balders tillgångar svarar mot aktier, det vill säga finansiella anläggningstillgångar, som bolaget investerat i. Att Balder trots detta räknas med i undersökningen motiveras med att andelen fastigheter ändå anses vara hög.

⁹² Appendix 3 – Övrig information

4.1 Undersökningsbolag

I tabell 1 nedan listas de fastighetsbolag som undersökningen avser. Samtliga bolag har under den undersökta perioden redovisat enligt IFRS⁹³.

Bolag	Fastighetsbestånd	Geografi
Allokton AB	Till största delen bostäder	Finns i 19 svenska och sju tyska städer
Atrium Ljungberg AB	Fokuserar på handels- och kontorslokaler	Huvudsaklig lokalisering i Storstockholm
Fastighets AB Balder	Huvudsaklig inriktning på kontorsfastigheter	Störst närvaro i Stockholm och Göteborgsområdet
Castellum AB	Fokuserar på fastigheter inom kontor samt logistik och industri/lager	Tyngdpunkt i de tre storstadsregionerna
Catena AB	Beståndet utgörs av kommersiella fastigheter främst inom industri- och lagerverksamhet	Områden utanför stadskärnorna i regionerna Stockholm, Göteborg, Öresund och Oslo
Dagon AB	Den största andelen av beståndet utgörs av industri/lager- och kontorsfastigheter	Öresundsområdet och mindre städer dominerar lokaliseringen
Din Bostad Sverige AB	Nästan uteslutande bostäder	Äger fastigheter på ett trettio-tal orter i Sverige, främst i mindre städer
Diös Fastigheter AB	Främst kontorslokaler, men även industri/lager	Fastigheterna är uteslutande belägna på mindre orter norr om Dalälven
Fabege AB	Övervägande kontor som lokalslag	Endast fastigheter i Stockholmsregionen
Fast Partner AB	Fokus på kommersiella fastigheter med tyngdpunkt i industri/lager	Industriområden i Storstockholm och Gävle
Hufvudstaden AB	Butiks- och kontorsfastigheter	Centrala Stockholm och Göteborg
Kungsleden AB	Industri/lager, samt publika fastigheter såsom äldreboenden och skolor	132 kommuner i huvudsak utanför storstadsregionerna
Klövern AB	Fokus på typerna kontor samt industri/lager	Företrädesvis fastigheter i mellanstora svenska städer
AB Sagax	Huvudtyp är industri-/lagerfastigheter	Stockholmsregionen och på mindre orter. Äger även fastigheter utomlands
Wallenstam AB	Mer än hälften av beståndet utgörs av bostadsfastigheter	Den största andelen fastigheter finns i Göteborg och i stort sett alla de övriga är belägna i Stockholm
Wihlborgs AB	Inriktade på kommersiella fastigheter inom kontor och industri/lager	Fastigheterna finns uteslutande i Öresundsregionen

Tabell 2: Svenska, börsnoterade fastighetsbolag som ingår i studien.

⁹³ *Finansanalytikernas rekommendationer* s. 66 (2006)

4.2 Redovisade siffror

En av de tydligaste trenderna som kan noteras under undersökningsperioden är att driftsnettot har ökat för samtliga 16 bolag. Tydligt är även att soliditeten har minskat i alla bolag samtidigt som den genomsnittliga skuldräntan har ökat och räntetäckningsgraden i flera fall har minskat.

Två bolag skiljer sig anmärkningsvärt från de övriga i flera fall och har därför exkluderats vid vissa beräkningar i analysen, då de i dessa fall betraktas som outliers. Dessa är Alloktion, med påfallande låg soliditet, samt Hufvudstaden, där soliditeten istället är ovanligt hög.⁹⁴

5. Analys

5.1 Analysdel 1 - Finansiell ställning

Som tidigare konstaterats är det i dagens företagsklimat med en vikande konjunktur intressant att undersöka hur stabila de svenska fastighetsbolagen är, då de till stor del är finansierade med kapital utlånat av kreditgivare vilka redan har drabbats av den turbulenta världsekonomin. Sveriges noterade fastighetsbolag är stora och utgör en viktig del av landets näringsliv. Av dessa anledningar har valet gjorts att undersöka fastighetsbranschens hälsa i en tid då nya redovisningsregler för första gången ska tillämpas i en konjunkturedgång. I denna analysdel söks svar på frågeställningen:

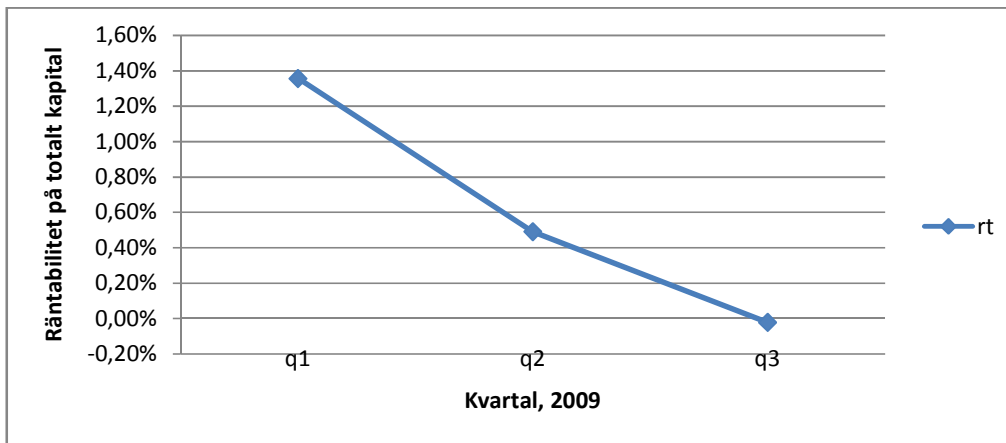
Hur ser den finansiella ställningen ut i svenska fastighetsbolag idag?

Med hjälp av data från de fyra senaste kvartalen belyses riskerna i dessa bolag ur ett kreditgivarperspektiv. Genom att analysera de utvalda bolagen under en ettårsperiod utvärderas deras aktuella finansiella ställning.

5.1.1 Räntabilitet på totalt kapital

En aktieägare är intresserad av avkastningen på eget kapital, eftersom det endast är det egna kapitalet som är hänförligt till bolagets ägare. En kreditgivare däremot, är intresserad av avkastningen på totalt kapital, alltså hur företaget lyckas skapa vinst med både det egna och det lånade kapitalet.

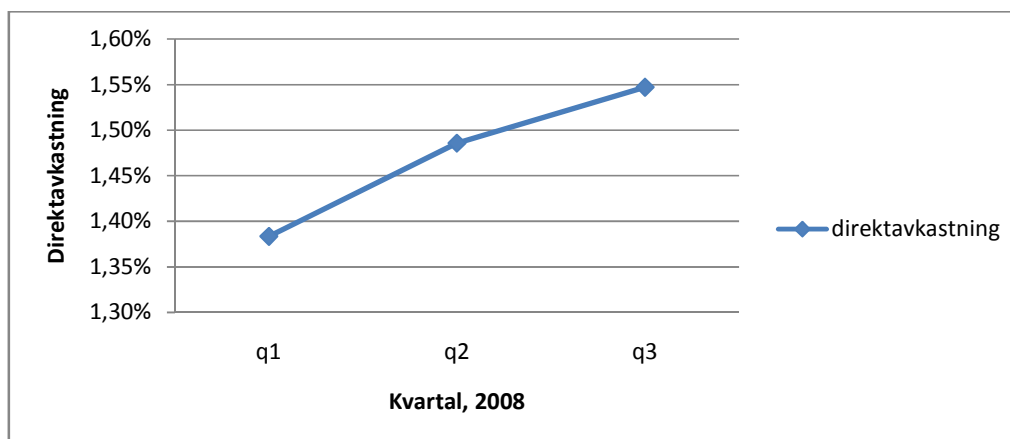
⁹⁴ Appendix 4 - Nyckeltal



Graf 1: Genomsnittlig utveckling av R_T . Kvartal q1 till q3 2008.

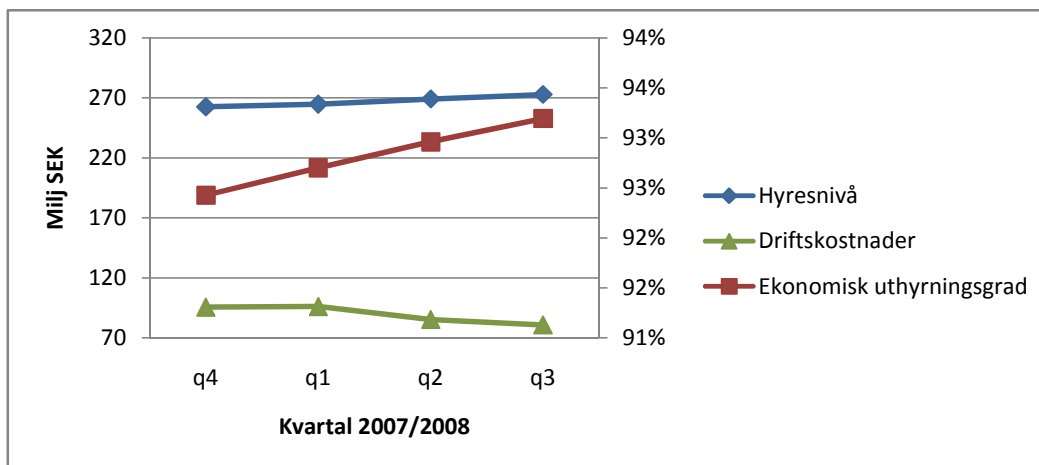
Den genomsnittliga räntabiliteten på totalt kapital över alla de undersökta bolagen har under perioden minskat från 1,36 % till -0,02 %, vilket visar en klar försämring (graf 1). Därmed har effektiviteten i bolagens totala kapitalutnyttjande sjunkit. Medianen har samtidigt minskat från 1,28 % till 0,15 %, vilket tyder på att nyckeltalet har försämrats hos merparten av bolagen. En närmare analys visar att 14 av de 16 bolagen har fått en försämrad R_T och slutsatsen kan därmed dras att detta är ett generellt problem i branschen. Minskad lönsamhet betyder för en kreditgivare att risken för att räntebetalningar eller amorteringar kan utebli har ökat. Sagax och Kungsleden är de två bolag som skiljer sig från mängden då dessa har ökat sin räntabilitet, från 1,21 % till 1,43 % respektive 2,03 % till 2,38 %.

För att vidare undersöka vad som orsakat försämringen av R_T kan resultatet undersökas på ett antal undernivåer. Direktavkastningen speglar avkastningen från uthyrningsverksamheten genom att ange det genererade driftsnettot i förhållande till värdet på fastighetsbeståndet.



Graf 2: Genomsnittlig utveckling av direktavkastning. Kvartal q1 till q3 2008.

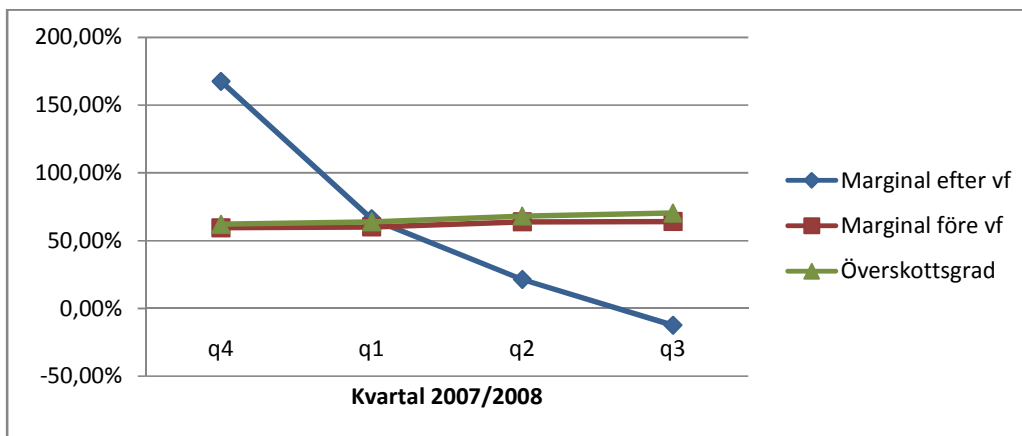
Graf 2 visar den genomsnittliga direktavkastningen för alla fastighetsbolagen. Genomsnittet har förbättrats från 1,38 % till 1,55 % under perioden, och medianen har ökat från 1,36 % till 1,60 %. Det framgår tydligt att direktavkastningen generellt har ökat under det senaste året. Vi ser återigen att Kungsleden och Sagax representerar de starkaste siffrorna med 1,82 % respektive 1,96 %. Undersöks bolagen separat visar det sig att samtliga 16 bolag har ökat sin direktavkastning mellan sista kvartalet 2007 och tredje kvartalet 2008. Kvotvärdet direktavkastning kan öka både på grund av ökat driftsnetto och minskade fastighetsvärden.



Graf 3: Utvecklingen för hyresnivå, driftskostnader samt ekonomisk uthyrningsgrad. Kvartal q4 2007 till q3 2008.

Intjäningsförmågan som beror av hyresnivåer och ekonomisk uthyrningsgrad har enligt graf 3 ökat under hela perioden. Vi kan även utläsa att driftskostnaderna samtidigt minskat och en slutsats om att det ökade driftsnettot kommer från generellt bättre utnyttjande av fastigheterna kan dras. Den försämrade räntabiliteten på totalt kapital kan således inte härledas från någon försämring av den direkta intjäningsförmågan.

För att vidare undersöka bolagens intäkter kan olika marginalmått användas. Graf 4 visar utvecklingen av överskottsgrad, rörelsemarginal före värdeförändringar samt rörelsemarginal efter värdeförändringar, för att belysa hur resultatmättet i R_T påverkas av olika poster i resultaträkningen.



Graf 4: Utvecklingen för rörelsemarginal innan och efter värdeförändringar samt överskottsgrad. Kvartal q4 2007 till q3 2008.

Graf 4 visar tydligt att både överskottsgraden och rörelsemarginalen före värdeförändringar i genomsnitt har legat på en stabil nivå under hela perioden. Vid en jämförelse av rörelsemarginalen före värdeförändringar (vf) och rörelsemarginalen efter värdeförändringar noteras att värdeförändringarna i början av den undersökta perioden i genomsnitt var starkt positiva men att de under perioden har minskat och under det tredje kvartalet blivit negativa och därmed orsakat ett i genomsnitt negativt rörelseresultat för bolagen. Samtliga bolag, undantaget Balder, följer den genomsnittliga trenden med en förbättrad marginal före värdeförändringar och en försämrad marginal efter värdeförändringar. Båda dessa marginaler försämras för Balder under perioden, vilket är hänförligt till bolagets aktieinnehav då det är posten "andelar i resultat från intressebolag" som reducerar marginalerna under q3 2008. Allokton uppvisar den sämsta marginalen efter värdeförändringar på -133 % vilket beror på nedskrivningar av både fastigheter och finansiella instrument under det senaste kvartalet. Kungsleden och Sagax utmärker sig återigen med de högsta marginalerna på 65 % respektive 116 %.

Det är uppenbart att det är negativa värdeförändringar som har orsakat fallen i redovisade vinster under de senaste kvartalen hos de undersökta fastighetsbolagen. I tabell 2 visas den genomsnittliga trenden i värdeförändringar av fastigheter under perioden. Upp- och nedskrivningar har även gjorts av finansiella instrument men till lägre värden. Samtliga bolag värderade upp sina fastighetsbestånd under det sista kvartalet 2007, undantaget Fast Partner som inte gjorde några justeringar. Under första kvartalet 2008 var Castellum, Atrium Ljungberg och Fast Partner de enda bolagen som värderade ned fastighetsbestånden, kvartalet efter hade antalet ökat till 13 av 16 bolag. Wihlborgs är de enda som inte tagit några nedskrivningar under de fyra kvartalen. De största nedskrivningarna har Allokton, Hufvudstaden och Fast Partner gjort med i snitt 1,8 %, 1,8 % respektive 1,4 % av det totala fastighetsvärdet.

Totala värdeförändringar i förhållande till totalt fastighetsvärde		
q1 2008	q2 2008	q3 2008
0,1%	-0,8%	-1,5%

Tabell 3: Över samtliga bolag sammanlagda värdeförändringar relativt det över samtliga bolag sammanlagda ingående fastighetsvärdet (under antagande att under perioden nyförvärvade fastigheter inte omvärderas).

Redovisning enligt IAS 40 fått betydande konsekvenser i och med att fastighetsmarknaden har tappat fart i den långvariga uppgången och därefter vänt nedåt. Ändå är det sannolikt först under kommande kvartal som det sämre konjunkturläget kommer att slå igenom med full kraft. Branschkännare delar inte bolagens uppfattning att värdet på fastigheterna har minskat drygt en procent under det tredje kvartalet, utan hävdar att den verkliga värdeminskningen ligger närmare tio till femton procent sedan årets början⁹⁵, vilket även speglas i börsens värdering av de noterade fastighetsbolagen⁹⁶. Det finns alltså anledning att ta den påvisade kraftiga resultatpåverkan i beaktning och förbereda sig på större värdeförändringar i framtiden. En förklaring till att värderingarna av fastigheter inte motsvarat verklighetens fall är att väldigt få transaktioner gjorts under det senaste året, vilket försämrat underlaget i värderingsarbetet⁹⁷.

5.1.2 Räntetäckningsgrad

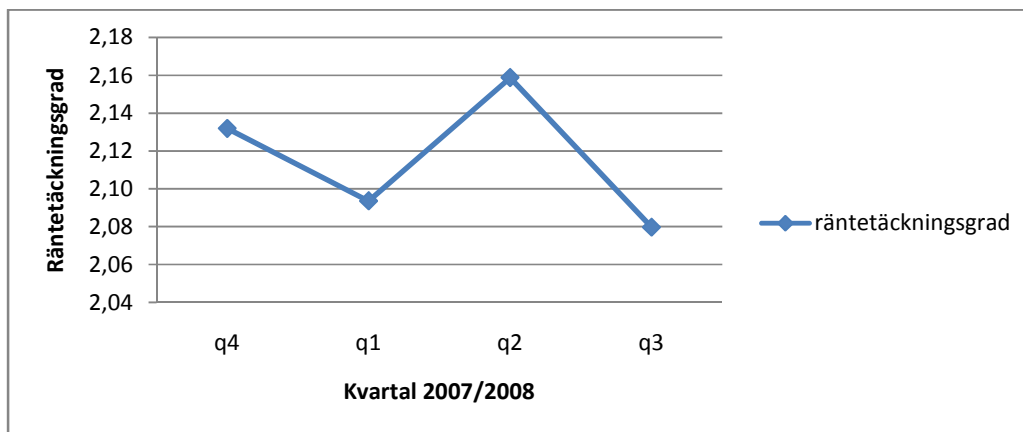
Räntetäckningsgraden är av naturliga skäl central för en kreditgivares bedömning av kredittagaren. Eftersom måttet är kassaflödesrelaterat beräknas det exklusive värdeförändringar. Den genomsnittliga räntetäckningsgraden har totalt sett minskat under perioden (graf 5), från 2,13 till 2,08. Undersökningsbolagens angivna mål för räntetäckningsgraden är i de lägsta fallen att överstiga 1,5 och i de högsta att överstiga 2,0⁹⁸. De angivna målen kan tolkas som gränser för att risken för uteblivna räntebetalningar inte blir för stor. Trots att räntetäckningsgraden minskat visar utvecklingen inte på någon tydlig trend, likt räntabiliteten på totalt kapital.

⁹⁵ Von Koch N., *Fastighetsbolagens huvudvärk* (2008)

⁹⁶ *Misstro mot fastighetsbolagen* (2008)

⁹⁷ *Nordic Report Autumn 2008* (2008)

⁹⁸ Årsredovisningar 2007 för samtliga undersökningsbolag



Graf 5: Utvecklingen i räntetäckningsgrad. Kvartal q4 2007 till q3 2008.

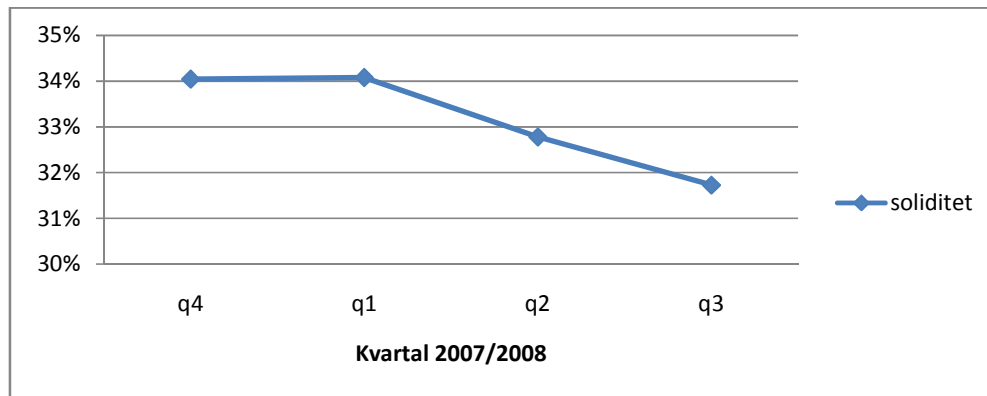
Nivåerna ligger i genomsnitt över bolagens målnivåer. 6 av 16 bolag har en räntetäckningsgrad under 2 och flerparten har därmed en viss marginal för höjda räntor eller sjunkande rörelseresultat innan de hamnar under sina angivna målvärden.

Räntetäckningsgradens utveckling kan vidare analyseras genom att undersöka hur dess båda komponenter har utvecklats. Både det genomsnittliga rörelseresultatet och räntekostnaderna har ökat under perioden. Graf 5 är oregelbunden eftersom rörelserna i rörelseresultat och räntekostnader inte har varit lika under perioden. Sett över hela perioden dominerar ökningen i räntekostnader över rörelseresultatet och vi ser en försämrad genomsnittlig räntetäckningsgrad.

En känslighetsanalys över hur ökade räntekostnader påverkar räntetäckningsgraden visar att då den över samtliga bolag genomsnittliga räntan på kvartalsbasis ökar med 0,25 % sjunker det genomsnittliga värdet på räntetäckningsgraden från 2,1 till 1,6. 13 av bolagen sjunker då under 2,0 och av dessa 13 är det nio av bolagen som får ett värde under 1,5. Vid en ökning med 0,5 % får ett flertal bolag problem med räntebetalningar, då räntetäckningsgraden sjunker ner till 1,0.

5.1.3 Soliditet

Den genomsnittliga soliditeten visar på en tydlig nedåtgående trend under året, där samtliga 16 bolag har försämrat sin soliditet. Hufvudstaden har högst soliditet med 55 %, följt av Atrium Ljungberg med 43 %. I den nedre delen finner vi Allokton med 4 %. Flera bolag har under de senaste kvartalen uppvisat negativa resultat, till stor del på grund av negativa värdeförändringar, vilket minskat det egna kapitalet. Då nyinvesteringar har skett med hög belåning har skulderna samtidigt ökat och soliditeten har påverkats negativt genom en dubbel effekt.



Graf 6: Utvecklingen i soliditet. Kvartal q4 2007 till q3 2008.

5.1.4 Sammanfattning

Den finansiella ställningen hos fastighetsbolagen har försämrats under undersökningsperioden. Den genomsnittliga avkastningen på totalt kapital har, med några få undantag, försämrats hos de undersökta bolagen och är i det sista kvartalet. Den direkta avkastningen hos fastigheterna har dock varit stabil. I många fall har intäkterna ökat samtidigt som kostnaderna har minskat och de genomsnittliga marginalerna före värdeförändringar har stärkts. Den försämrade räntabiliteten beror istället främst på de betydande nedskrivningarna av fastighetsvärden som ägt rum. Nedskrivningarnas stora påverkan på resultatet i kvartal tre belyses till exempel genom en jämförelse mellan Sagax och Kungsleden, bolagen med bäst räntabilitet, med Hufvudstaden, som har sämst räntabilitet. Hufvudstaden har gjort stora nedskrivningar medan Sagax och Kungsleden har gjort uppskrivningar. Även om värdeförändringarna inte är realiserade genom försäljning, får de effekter på soliditetsnivåerna och signalerar om att förväntningarna på den framtida utvecklingen är pessimistisk och en om en ökad affärsrisk.

Analysen visar att de fastighetsförvaltande företagen är känsliga för dessa värdeförändringar, vilket innebär att den vikande marknaden i en lågkonjunktur kan utgöra ett reellt hot för ytterligare försvagade vinster till följd av nedskrivningar. Låg soliditet ger en högre finansiell risk då känsligheten för förändrade räntor blir högre och ett flertal bolag visar på räntetäckningsgrader under de målnivåer som finns, vilket tyder på att risken för att räntekostnaderna kan bli ett reellt problem har ökat.

5.2 Analysdel 2 - Finansiell kris

De svenska noterade fastighetsbolagen som undersöks är inte en homogen grupp utan skiljer sig från varandra på en rad punkter. Deras portföljer av fastigheter har olika sammansättning i fråga om geografiskt läge och fastighetstyp, de är olika stora och de har funnits på marknaden olika länge. Fokus riktas nu mot undergrupper inom branschen för att se om det går att urskilja någon eller några

av dessa som är relativt mer riskfyllda från ett kreditgivarperspektiv. I denna del av analysen söks svar på frågeställningen:

Vad kännetecknar de fastighetsbolag som innebär störst risk för kreditgivarna?

Alla 16 fastighetsbolag testas med avseende på de nyckeltal som tidigare valts ut. Med stöd i tidigare studier hävdas att utfall som är relativt sämre med avseende på samtliga eller många nyckeltal medför en högre risk för finansiell kris.

	Soliditet	rang	R _r	rang	R.grad	rang	Ö.grad	rang	Direktavkastn.	Rang	Belån.grad	rang	KF/S	rang	Summa rang
Fabege	34,2%	3	-0,33%	3	1,58	4	65,2%	4	1,19%	5	61,6%	3	0,04%	4	26
Castellum	36,0%	2	1,43%	1	2,95	1	71,5%	3	1,62%	3	50,1%	2	0,49%	3	15
Kungsleden	26,9%	4	0,38%	2	1,63	4	78,4%	2	1,82%	1	72,3%	5	0,02%	4	22
Hufvudstaden	55,2%	1	-1,76%	4	5,41	1	70,2%	4	1,18%	5	17,4%	1	1,67%	1	17
Atrium Ljungberg	43,4%	1	-1,16%	4	2,67	1	68,1%	4	1,33%	4	41,3%	1	0,69%	2	17
Wallenstam	39,9%	1	-0,59%	3	1,65	4	67,4%	4	1,16%	5	55,1%	2	0,58%	3	22
Wihlborgs	32,1%	3	1,56%	1	2,20	2	73,8%	3	1,59%	3	58,1%	3	0,47%	3	18
Klöver	34,4%	3	-0,63%	3	2,02	3	63,4%	5	1,51%	3	61,5%	3	0,11%	4	24
Balder	27,6%	4	0,24%	2	0,89	5	70,3%	4	1,58%	3	77,7%	5	-0,02%	4	27
Sagax	24,9%	5	2,38%	1	1,73	3	89,9%	1	1,96%	1	76,1%	5	-0,83%	5	21
Din Bostad	21,5%	5	-1,74%	4	1,65	4	64,9%	4	1,68%	2	79,7%	5	-0,52%	5	29
Dagon	26,8%	4	0,16%	3	1,60	4	68,7%	4	1,64%	2	69,2%	4	0,34%	3	24
Allokton	3,8%	5	-0,88%	4	0,95	5	57,5%	5	1,38%	4	94,6%	5	1,00%	2	30
Fast Partner	33,5%	3	-3,01%	5	2,25	2	70,3%	4	1,76%	2	65,1%	4	1,23%	1	21
Diös	30,3%	4	0,47%	2	1,80	3	60,1%	5	1,73%	2	69,4%	4	-0,10%	4	24
Catena	37,0%	2	0,14%	3	2,28	2	86,7%	1	1,63%	3	50,4%	2	-1,42%	5	18

Tabell 4: Sammanställning av resultatet från analys 2.

5.2.1 Ranking av nyckeltal

Soliditet

Gränsvärden	Rang
21,5%	5
25,9%	4
30,2%	3
34,6%	2
39,0%	1

- Skillnad största – minsta delat med fem: 4,4% (varje intervall utgörs av 4,4%)
- Exkluderade outliers: Hufvudstaden (rang 1), Allokton (rang 5)

RT

Gränsvärden	Rang
-3,01%	5
-1,94%	4
-0,86%	3
0,22%	2
1,30%	1

- Skillnad största – minsta delat med fem: 1,1% (varje intervall utgörs av 1,1%)

Räntetäckningsgrad

Gränsvärden		Rang
0,89	1,30	5
1,30	1,72	4
1,72	2,13	3
2,13	2,54	2
2,54	2,95	1

- Skillnad största – minsta delat med fem: 0,41 (varje intervall utgörs av 0,41)
- Exkluderad outlier: Hufvudstaden (rang 1)

Överskottsgrad

Gränsvärden		Rang
57,5%	64,0%	5
64,0%	70,5%	4
70,5%	76,9%	3
76,9%	83,4%	2
83,4%	89,9%	1

- Skillnad största – minsta delat med fem: 4,2% (varje intervall utgörs av 4,2%)
- Exkluderade outliers: Sagax (rang 1), Catena (rang 1)

Direktavkastning

Gränsvärden		Rang
1,16%	1,32%	5
1,32%	1,48%	4
1,48%	1,64%	3
1,64%	1,80%	2
1,80%	1,96%	1

- Skillnad största – minsta delat med fem: 0,16% (varje intervall utgörs av 0,16%)

Belåningsgrad

Gränsvärden		Rang
41,3%	49,0%	5
49,0%	56,7%	4
56,7%	64,4%	3
64,4%	72,1%	2
72,1%	79,7%	1

- Skillnad största – minsta delat med fem: 10,7% (varje intervall utgörs av 10,7%)
- Exkluderad outlier: Hufvudstaden (rang 1)

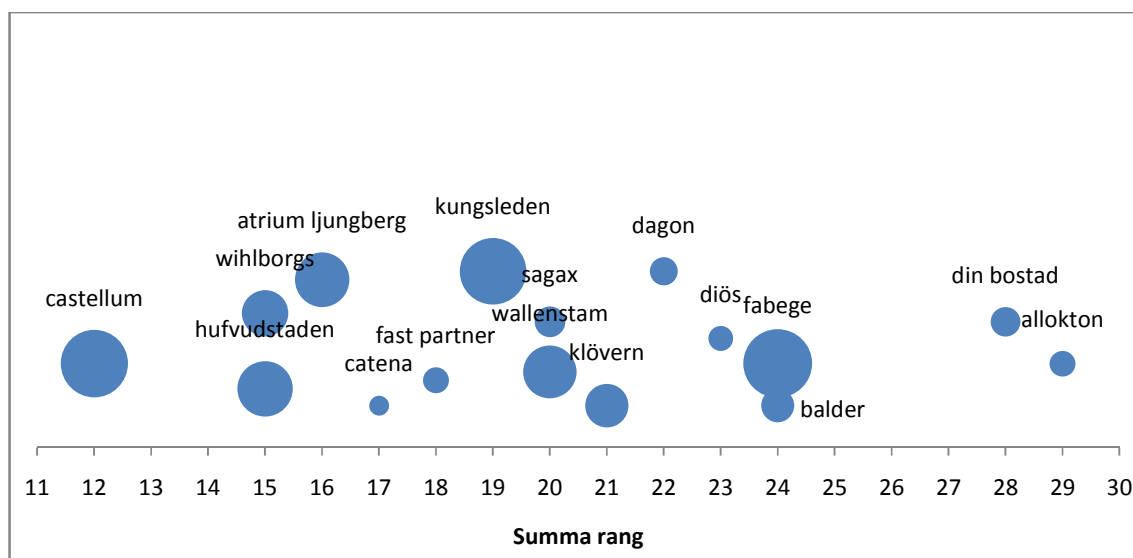
Kassaflöde/Totala skulder

Gränsvärden		Rang
-0,83%	-0,42%	5
-0,42%	-0,01%	4
-0,01%	0,41%	3
0,41%	0,82%	2
0,82%	1,23%	1

- Skillnad största – minsta delat med fem: 0,41% (varje intervall utgörs av 0,41%)
- Exkluderade outliers: Hufvudstaden (rang 1), Catena (rang 5)

Varje bolag tilldelas ett värde som utgör summan av bolagets ranking för varje nyckeltal. En hög summa förknippas med en högre risk för finansiell kris än en lägre summa.

I graf 7 nedan visas utfallet av i sin helhet. Storleken av bubblorna representerar varje bolags storlek med avseende på det sammanlagda fastighetsvärdet.



Graf 7: Rangsumma för respektive bolag.

Som tidigare nämnts är de undersökta bolagen olika med avseende på fastighetsbestånd. För att besvara frågeställningen tolkas utfallet i graf 7 med hjälp av kunskaper om företagens olika egenskaper med avseende på själva företagen samt deras bestånd.

5.2.2 Fastighetstyper

Bostäder

Få av bolagen i urvalet fokuserar på bostadsfastigheter. Din Bostad, Wallenstam och Alloktion, där 92%, 57% respektive 42% av bestånden utgörs av bostäder, är de mest renodlade förvaltarna i bostadssegmentet. I graf 7 noteras att två av dessa, Din Bostad och Alloktion, utmärker sig som de bolagen som innebär allra högst risk för sina kreditgivare. Detta är inte helt oväntat då teorin säger att bolag fokuserade på förvaltning av bostäder i regel belånar sig högre än andra, vilket, helt eller

delvis, förklarar varför de hamnat långt ut till höger i graf 7. Den finansiella osäkerheten i bostadsförvaltande bolag är alltså högre än i bolag med fokus på andra fastighetstyper. Den ökade risken förenad med detta vägs dock upp av faktumet att bostadsfastigheter generellt har en relativt lägre nivå av affärsosäkerhet i och med den stabila efterfrågan och därmed de säkrade intäkterna. Wallenstam lyckas dock att förvalta bostadsfastigheter utan att placera sig lika dåligt. En förklaring till detta kan finnas i det geografiska läget, där Wallenstams fastigheter främst finns i Stockholm och Göteborg medan omkring hälften av Alloktons och Din Bostads fastigheter är belägna i mindre städer. Lägesosäkerheten kan antas vara lägre i storstadsområden där nettoinflyttningen i regel är positiv och efterfrågan därmed jämförelsevis är hög.

Kontor

Alla de undersökta bolagen utom Din Bostad har inslag av kontorslokaler i sina bestånd, vilket gör det svårt att kommentera utfallet med avseende på denna lokaltyp. Fabege och Balder har högst andel av alla, 65% respektive 58%, och efter dessa kommer Hufvudstaden med 49%. Eftersom Hufvudstaden och Fabege, som ligger helt olika i risknivå enligt graf 7, båda har sin tyngdpunkt i kontor och båda är koncentrerade till storstadsområden är det svårt att dra slutsatser utifrån faktumet att de förvaltar kontor.

Butik

Endast ett fåtal av bolagen har betydande andelar av sina bestånd inom butiksegmentet. De som har butiksandelar på över 20%, Atrium Ljungberg 45%, Catena 26% och Hufvudstaden 25%, befinner sig alla långt till vänster i graf 7 med tillhörande låga risknivåer. Då alla tre återfinns i storstadsområden med en låg lägesosäkerhet är utfallet väntat enligt teorin. Värt att notera är dock att Catenas butiker inte som de övrigas är köpcentras utan Biliabutiker.

Industri

Enligt teorin är det av stor betydelse vilket läge en industrifastighet har. Enligt graf 7 har Sagax och Fast Partner, som är viktade mot industri med andelarna 82% respektive 64%, värden som visar att de är något mindre riskfyllda än genomsnittet. Sagax finns till 30% och Fast Partner till 70% i Storstockholmsområdet. Dagon är det tredje mest industrifokuserade bolaget med 48% inom segmentet. De placerar sig dock längre till höger än de övriga, vilket kan förklaras med att Dagon fastighetsbestånd till 51% finns i mindre orter.

Storlek

En annan egenskap som kan tänkas påverka utfallet av risknivå är bolagets storlek. De tre enligt undersökningen största fastighetsbolagen, med avseende på förvaltad värde, är Fabege, Castellum och Kungsleden, och de tre minsta är Catena, Diös och Fast Partner. På detta sätt går det inte att se några samband mellan storlek och risknivå enligt graf 7, då både höga och låga nivåer på skalan finns

representerade i båda storleksgrupperna. En tendens, sett över alla 16 bolag, är att de större bolagen visar på en lägre risk för finansiell kris än de mindre.

Ålder

De fastighetsbolag som undersöks i uppsatsen är har funnits på den svenska marknaden olika länge. Ett bolag som nyligen byggt upp sitt fastighetsbestånd kommer att skilja sig från ett som har gjorde merparten av de stora investeringarna för exempelvis 20 år sedan. De relativt nybildade bolagen återfinns enligt utfallet på den högra delen av skalan, och är således mer riskfyllda än de äldre bolagen. Allokton, Balder och Diös bildades respektive köpte tillbaks fastigheter under 2005 och Din Bostad bildades under 2006. Dessa fyra är yngst i urvalsgruppen och är klart mer riskfyllda än genomsnittet enligt utfallet. Hufvudstaden är det i särklass äldsta bolaget, grundat 1915, och Wallenstam, Wihlborgs, Fast Partner och Atrium Ljungberg har alla funnits med sedan 1990 eller längre.

Andra iakttagelser

Castellum utmärker sig som bolaget med lägst risk för finansiell kris enligt testet. De är en av de största aktörerna på den svenska marknaden och har funnits i sin nuvarande form sedan 1993. Dock är bolaget äldre än så eftersom de bildades ur det statliga fastighetsbolaget Securum efter fastighetskrisen⁹⁹. Castellum har ett bestånd som är väldigt spritt geografiskt och har därför en mer utjämnad lägesosäkerhet än bolag som är fokuserade på ett fåtal områden.

Diös har ett renodlat bestånd där endast fastigheter i mindre orter norr om Dalälven förvaltas. Även Allokton, Din Bostad och Dagon har omkring hälften av fastigheterna i mindre orter. Alla fyra bolag befinner sig på den mer riskfyllda halvan i graf 7.

Fabege är det största fastighetsbolaget i Sverige, sett till förvaltad värde. De förvaltar endast fastigheter i Stockholmsområdet, 38% i innerstaden och 62% i ytterområden. Undantaget från Fabege så placerar sig de storstadsorienterade fastighetsbolagen på den mindre riskfyllda delen av skalan. Den enda förklaringen till varför de hamnar på en uppenbart högre risknivå än det liknande bolaget Hufvudstaden som kan ges utifrån ramarna i den här uppsatsen är att Hufvudstaden, med fastigheter i Stockholms och Göteborgs innerstad, lyckas bättre med lokaliseringen av sina fastigheter.

⁹⁹ Polesie T., *Från fastighetskris till Castellum* (1998)

6. Slutsatser

Syftet med denna uppsats var att skapa en förståelse för, samt utvärdera den nuvarande risksituationen i svenska noterade fastighetsbolag utifrån ett kreditgivarperspektiv, vilket kan sammanfattas i begreppet ”risk för finansiell kris”.

I analysen framgår det att den finansiella ställningen hos fastighetsbolagen dels har stärkts, sett till den operationella förvaltningsverksamheten, och dels försvagats, sett till finansieringen av fastighetsinvesteringarna. Såväl vakansgrader, som hyresnivåer har i genomsnitt stärkts under den observerade perioden, samtidigt som driftskostnaderna har sjunkit, vilket ger en god förutsättning för att räntor och amorteringar ska kunna betalas och den nuvarande bilden visar inte på någon nedåtgående trend. Värdeförändringar i fastighetsbestånden i form av nedskrivningar har dock under det senaste året slagit hårt mot de flesta av fastighetsbolagen i studien. Nedskrivningarna signalerar att marknaden förväntar sig att den framtida operationella prestationen kommer att försämrats. Nedskrivningar påverkar även kapitalstrukturen negativt, vilket klart observerats under perioden. Den höga belåningsgraden ger ett högt räntetryck och studien visar att flera av de undersökta bolagen har räntetäckningsgrader under de rekommenderade nivåerna, trots den generellt goda operativa lönsamheten. Risken finns att nedvärderingarna av fastigheter blir desto mer omfattande då Sverige träder in i en djupare lågkonjunktur och de fastighetsbolag som ännu inte tagit nedskrivningar i någon betydande omfattning kommer att tvingas till detta inom kort.

Vad gäller nivån på risken för finansiell kris är det inte bara nedskrivningar av fastighetsvärdena som har inverkan. Detta framgår i den andra analysdelen där de två bolagen som gjort störst nedskrivningar, Allokton och Hufvudstaden utmärker sig bland de totalt mest respektive minst riskfyllda bolagen i undersökningen.

Enligt utfallet i analysdel 2 finns det en tendens att yngre fastighetsbolag löper större risk för finansiell kris än äldre. Dessutom visar det sig att de mindre bolagen verkar stå mindre stadigt inför en stundande lågkonjunktur och kreditgivare som lånat pengar till större bolag löper mindre risk att drabbas av förlorade återbetalningar. En fastighets läge har i teorin stor betydelse för fastighetens avkastning och värde. Genom en närmare undersökning av fastigheterna i bolagens bestånd blir det tydligt att både fastighetstyp och geografiskt läge har betydelse för hur bolaget i fråga presterar och finansieras, men i många fall var det dock tvetydigt och svårtolkat att dra **generella** slutsatser utifrån testutfallet och denna information. Den enda **tydliga** tendensen som observerats i analysen är att företag som är koncentrerade till mindre städer och orter verkar vara utsatta för större risk för finansiell kris.

7. Diskussion

7.1 Kommentarer till analysen

7.1.1 IAS 40 och dess konsekvenser

I analysdel 1 framgår det tydligt att redovisning enligt IAS 40 fått betydande konsekvenser i och med att fastighetsmarknaden har tappat fart i den långvariga uppgången och till och med vänt nedåt. Då de nya reglerna började tillämpas rådde högkonjunktur i Sverige och fastigheterna värderades stadigt upp under en lång tid. Under uppgången på marknaden lyftes i stort sett alla bolags resultat till följd av de nya reglerna genom att ökade värden tillskrevs fastigheterna. Under det sista kvartalet 2007 steg fastighetsvärdena i många bolag till följd av sänkta direktavkastningskrav¹⁰⁰. Faktumet att kreditmarknaden samtidigt upplevde en ökad turbulens vilket försvårade möjligheterna att låna kapital och pressade upp riskpremierna på krediter speglades inte i dessa värden. På detta sätt ignorerades risken för sjunkande fastighetspriser i bolagens värderingar.¹⁰¹

Ändå är det först under kommande kvartal som den stundande sämre konjunkturen kommer att slå igenom med full kraft. Många branschkännare delar inte bolagens uppfattning att värdet på fastigheterna har minskat drygt en procent under det tredje kvartalet, utan hävdar att den verkliga värdeminskningen ligger närmare tio till femton procent sedan årets början¹⁰², vilket även speglas i börsens värdering av de noterade fastighetsbolagen¹⁰³. Det finns alltså anledning att ta den påvisade resultatpåverkan i beaktning och förvänta sig mer och troligen större värdeförändringar i framtiden. En förklaring till att värderingarna av fastigheter inte motsvarat de förväntningar som finns är att väldigt få transaktioner gjorts under de senaste kvartalen, vilket försämrat underlaget i värderingsarbetet¹⁰⁴. Ett exempel som återspeglar detta är att lägesosäkerheten hos fastigheter i Stockholmsområdet enligt prognoser väntas vara högre och därför kommer drabbas hårdast och först av ökningar i vakansgrader. Undersökningens resultat återspeglar inte dessa förväntningar, vilket kan bero på att andra egenskaper dominerar över detta, eller att detta som tidigare nämnts inte ännu fått genomslag i fastigheternas värdering.

En sänkning av soliditeten har inte åtföljts av en ökad räntetäckningsgrad, vilket borde ha väckt oro hos de drabbade fastighetsbolagens kreditgivare, den ökade lönsamheten till trots.

¹⁰⁰ Årsredovisningar 2007 för samtliga undersökningsbolag

¹⁰¹ Lindvall P., *Direktörerna tar till placebomedicinen* (2008)

¹⁰² Von Koch N., *Fastighetsbolagens huvudvärk* (2008)

¹⁰³ *Misstro mot fastighetsbolagen*, (2008)

¹⁰⁴ *Nordic Report Autumn 2008* (2008)

7.1.2 Tillägg till uppsatsens resultat

I uppsatsen används aktuell data för att skapa en framåtblickande bild av stabiliteten i fastighetsbranschen och då analysen inte är renodlat kvantitativ finns det inslag av spekulationer. Vad gäller nedskrivningar av fastighetsvärden kan historisk data omöjligt säga något om vilka bolag som kommer att skriva ned större eller mindre andelar av det bokförda sammanlagda värdet. Dock är det sannolikt att kontorsfastigheter i storstädernas centrala lägen löper störst risk för värdefall eftersom dessa fastigheter under uppgången upplevt störst värdestegringar. Indikationer på detta har noterats i prognoser för vakansgrader under kommande år, där Stockholm drabbas hårdare än de övriga större städerna i Norden¹⁰⁵.

Vad gäller åldern på fastighetsbolagen i undersökningen ser vi att det är en viss skillnad på de äldre och de yngre bolagen. En möjlig förklaring skulle kunna vara att då de yngre bolagen har köpt sina fastigheter har prisnivåerna på marknaden varit högre än tidigare och att möjligheten till lånefinansiering varit bättre. Synen på belåning och möjligheten att få hög avkastning med hjälp av en finansiell hävstång kan ha gjort att dessa bolag belånat sina fastigheter i större utsträckning än som varit brukligt i tidigare skeden.

7.2 Metodkritik

Valen av nyckeltal till analysdel 2 baseras på tidigare studiers resultat och inte på någon egen analys. Det finns därmed en möjlighet att analysens utfall kan ha snedvridits på grund av de nyckeltal som valts. Dock anser vi att de mest relevanta har inkluderats med stöd i att kreditgivare i första hand ser till kapitalstruktur och förmåga att betala räntor och i andra hand till lönsamhet och därför bedöms analysen ge en tillräckligt tillförlitlig. Samtliga nyckeltal som väljs antas vara lika relevanta för bedömning av risk för finansiell kris, då de i analysen har samma viktning. Vi är dock medvetna om att nyckeltalen inte är oberoende av varandra.

Vad gäller resonemanget kring utfallet och slutsatserna i analysdel 2 är det på grund av komplexiteten i hur de olika egenskaperna samverkar svårt att hitta entydiga svar på vår andra frågeställning. De tendenser vi identifierar till vilka egenskaper som innebär större risk är endast tendenser och inga absoluta sanningar.

Uppsatsens metod medför att utfallet styrs av urvalet av undersökningsbolag. Om fler bolag hade inkluderats, och därmed ett större urval hade använts i analysen, hade resultatet i tabell 7 påverkats. Det hade därav varit önskvärt att ha med fler än 16 bolag, eftersom det hade ökat tillförlitligheten i resultatet.

¹⁰⁵ *Nordic Report Autumn 2008* (2008)

7.3 Undersökningens kvalitet

En nackdel med att använda kvalitativ metod är den svaga kopplingen mellan teori och analysmetod. Då vi utarbetat metoden på egen hand med stöd i tidigare studier kan den svaga kopplingen ses som en brist i uppsatsen. Att utfallet som visas i tabell 7 är rimligt kan dock styrkas genom nyhetsartiklar och företagsanalyser som visar på samma bild av fastighetsbolagen som vår analys. Exempelvis beskrivs Castellum som ett av Stockholmsbörsens mest stabila fastighetsbolag under början av år 2009, med vitt skilda egenskaper än de senaste årens nyinträdda och mer finansiellt inriktade fastighetsaktörer, som till exempel Allokton¹⁰⁶. En annan artikel från december förra året framhåller att Hufvudstaden har relativt goda framtidsutsikter trots exponeringen mot centrala Stockholm där hyresfallen förväntas bli störst¹⁰⁷. Även Atrium Ljungberg har omskrivits i media och påståtts vara det fastighetsbolag som bäst klarat 2008 års börsras¹⁰⁸.

7.4 Förslag till vidare forskning

Den svenska marknaden är liten vilket i vår uppsats resulterat i till viss del svaga och svårtolkade resultat. Då vi finner vårt urval av undersökningsbolag något litet kan det vara en god idé att utvidga studien till att inkludera fastighetsbolag från hela Norden. En bredare undersökning hade varit intressant att göra då det inneburit en högre grad av tillförlitlighet i resultaten.

Ett annat förslag är att titta närmare på hur IAS 40 fungerar i praktiken. Det skulle vara intressant att utreda hur fastighetsbolagen resonerar och går tillväga vid fastighetsvärdering i en fallande konjunktur i jämförelse med i en stigande. Alternativt kan en jämförelse göras mellan enskilda bolags värderingsmetoder i dagens marknad. Det senare kan antas vara intressant då vi tror att metoderna som används idag kan skilja sig märkbart från bolag till bolag.

Vi har under arbetets gång funderat en del över hur den svenska fastighetsbolagsmarknaden kan tänkas se ut om ett par år, då finanskrisen blåst över. Därför tror vi att det i framtiden kan vara intressant att undersöka dessa bolag statistiskt med avseende på faktorer som ledde till att vissa bolag klarade sig igenom krisen "bra" respektive "dåligt".

¹⁰⁶ *Castellum kan dra fördel av krisen* (2009)

¹⁰⁷ *Kniven nära fastighetssektorns finansiella åder* (2008)

¹⁰⁸ *Atrium Ljungberg bästa fastighetsbolaget* (2008)

Referenser

Tryckta källor

Alexander, David & Nobes, Christopher, *Financial accounting: an international introduction*, Pearson Education, London, 2001

Arbnor, Ingeman & Bjerke, Björn, *Företagsekonomisk metodlära*, 2., [omarb. och utök.] uppl., Studentlitteratur, Lund, 1994

Ball, Michael, Lizieri, Colin, MacGregor, Bryan D., *The Economics of Commercial Property Markets*. London, Routledge, 1998.

Blom, Gunnar & Holmquist, Björn, *Statistikteori med tillämpningar*, 3., [omarb. och utvidgade] uppl., Studentlitteratur, Lund, 1998

Brealey, Richard. A, Myers, Stewart C., *Principles of Corporate Finance*, Sjunde upplagan. New York, MacGraw-Hill, 2003.

Carlson, Mikael, *Att arbeta med företagsanalys*, 5., [rev.] uppl., Liber ekonomi, Malmö, 2001

Chorafas, Dimitris N., *IFRS, fair value and corporate governance: the impact on budgets, balance sheets and management accounts*, Elsevier, Amsterdam, 2006

Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt: fastighetsnomenklatur, 9., rev. och utök. utg., Fastighetsnytt, Stockholm, 2005

Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering, Lantmäteriverket, Gävle, 2004

Finansanalytikernas rekommendationer. 2006, Sveriges finansanalytikers service, Stockholm, 2005

Geltner, D., Miller, N., Clayton, J., Eichholtz, P., *Commercial real estate analysis & investments*, 2. ed., Thompson South-Western, Mason, Ohio, 2007

Haight, G. T., Singer, D., *The Real Estate Investment Handbook*. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons, 2005.

Hamberg, Mattias, *Risk, uncertainty & profitability*, Uppsala, 2000

- Hoesli, Martin, MacGregor, Bryan D., *Property Investment: Principles and Practice of Portfolio Management*. Harlow, Pearson Education, 2000.
- Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*, 2., [rev. och utök.] uppl., Studentlitteratur, Lund, 1997
- Hult, Magnus, *Värdering av företag*, 3. [dvs 6.] uppl., Liber ekonomi, Stockholm, 1998
- International financial reporting standards (IFRS) 2006: including International Accounting Standards (IASs) and Interpretations as at 1 January 2006*, IASB, London, 2006
- Internationell redovisningsstandard i Sverige: IFRS/IAS 2006*, [3., uppdaterade uppl.], FAR förlag, Stockholm, 2006
- Jaffe, Austin J. & Sirmans, C. F., *Fundamentals of real estate investment*, 3. ed., South-Western, Mason, OH., 2001
- Jaffee, Dwight M., *Den svenska fastighetskrisen*, 1. uppl., SNS (Studieförb. Näringsliv och samhälle), Stockholm, 1994
- Lundström, Stellan, *Ekonomisk analys av hyreskontrakt – fastigheter – fastighetsföretag*. Stockholm, Institutionen för fastigheter och byggande – Kungliga Tekniska Högskolan, 1997.
- Nilsson, Henrik, Isaksson, Anders, Martikainen, Teppo, *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund, Studentlitteratur, 2002.
- Penman, Stephen H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, Tredje upplagan. New York, MacGraw-Hill, 2007.
- Polesie, Thomas, Bengtsson, Niklas, *Från fastighetskris till Castellum – en studie av gestaltning och styrning*. Borgå, SNS Förlag, 1998.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph. W. & Jaffe, Jeffrey F., *Corporate finance*, 7. ed., McGraw-Hill/Irwin, Boston, 2005
- Strömgren, Charlotta, *Hantering av osäkerhet och risk vid fastighetsekonomiska beslut: en studie av nio beslutsfattare i fastighetsförvaltande företag*, Inst. f. byggnadsekonomi och

byggnadsorganisation, Chalmers tekniska högskola, Lic.-avh. Göteborg : Chalmers tekn
högsk.,Göteborg, 1995

Sörling, Stig, *Finansiell ställning Nyckeltal: litteraturgenomgång och reflektioner*, SABO, Stockholm, 1996

White, Gerald I., Sondhi, Ashwinpaul C., Fried, Dov., *The Analysis and use of Financial Statements*, Tredje upplagan. Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons Inc., 2003.

Artiklar

Altman, Edward I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, pp. 589-609, September, 1968

Campbell, John Y., Hilscher, Jens & Szilagyi Jan, In Search of Distress Risk, *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 63(6), pages 2899-2939, December, 2008

Chaplin, R, The predictability of real office rents, *Journal of Property Research*, vol. 16, nr 1, s.21-49, 1999

Dennis, Michael ,Key Financial Ratios For The Credit Department, *Business Credit*, Vol. 108 Issue 10, p62-62, December, 2006

Lind, Hans, Direktavkastning och direktavkastningskrav för fastigheter, Fastighetsakademin, Stockholm, 2004

Hossari, Ghassan, Rahman, Sheikh, A Comprehensive Formal Ranking of the Popularity of Financial Ratios in Multivariate Modeling of Corporate Collapse, *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, Vol. 6 Issue 1, p321-327, 7p, March, 2005

Ahlqvist, Jacob, Järsten Fredrik, Nyckeltal som alarmklocka : för fastighetsbolag, Stockholm, *Serie: Seminarieuppsatser från Handelshögskolan i Stockholm. Ämneskurs 3, Redovisning och finansiering*, 1992

Lanto, Tobias, Lundström, Isak, Redovisning till verkligt värde - Tillämpningen av IAS 40 i svenska fastighetsbolag, Stockholm, Handelshögskolan, 2008

Nyhetsartiklar

Blomgren, Martin, *Heta Fastigheter*, Dagens Industri, 7 december 2006.

Braconier, Fredrik, *Stockholm klättrar i fastighetsligan*, Svenska Dagbladet Näringsliv, 31 januari 2007.

Gerhard, Larsson, *Atrium Ljungberg bästa fastighetsbolaget*, Dagens Industri, 29 december 2008

Fastighetsbolagen rusar uppåt igen, Dagens Industri, 23 februari 2006.

Lindvall, Per, *Direktörerna tar till placebomedicinen*, Svenska Dagbladet Näringsliv, 7 februari 2008,

Misstro mot fastighetsbolagen, TT Nyhetsbanken, 20 november 2008.

Von Koch, Nina, *Fastighetsbolagens huvudvärk*, Affärsvärlden, 14 november 2008

Övriga källor

Konjunkturinstitutet; *Konjunkturbarometern - Företag och hushåll*, 26 november 2008.

Leimdörfer; *Fastigheter – investeringstillfälle eller bubbla?* (2005)

Newsec; *Nordic Report Autumn 2008*

Riksbanken; *Finansiell stabilitet 2008:2*, 26 November 2008.

Svenskt Fastighetsindex; *Värderingshandledning för SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex*, åttonde upplagan, oktober 2007.

Elektroniska källor

Dagens Nyheter, *Finanskrisen 1: inledningen*

<http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?d=3130&a=849090>

E24, *Castellum kan dra fördel av krisen*

http://www.e24.se/analys/foretagochbors/artikel_1019449.e24

E24, *Kniven nära fastighetssektorns finansiella åder*

http://www.e24.se/branscher/fastighetbygg/artikel_955217.e24

Årsredovisningar

Årsredovisningar, kvartalsrapporter och fastighetsförteckningar under perioden 2007-10-01 – 2008-09-30 för följande bolag:

- Faberge
- Kungsleden
- Castellum
- Hufvudstaden
- Atrium Ljungberg
- Wallenstam
- Wahlborgs
- Klöver
- Balder
- Sagax
- Din Bostad
- Dagon
- Fast Partner
- Allokton
- Corem
- Diös
- Catena
- Home Properties
- Heba
- Annehem

Appendix 1 - Resultaträkning

MKr	hyresintäkter				driftskostnader				driftnetto				central administration & övriga rörelseint/kostnader				rörelseresultat (utan vf)				värdeförändringar fastigheter			
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Fabege	532	561	564	549	-188	-217	-182	-191	344	344	382	358	-15	-17	-15	-14	329	327	367	344	522	227	-91	-453
Kungsleden	616	602	636	665	-171	-173	-148	-144	446	429	488	521	-88	-67	-78	-63	358	362	410	458	958	8	-76	-27
Castellum	590	605	613	631	-213	-227	-201	-180	377	378	412	451	-16	-16	-18	-18	361	362	394	433	545	-171	-296	-324
Hufvudstaden	342	334	332	335	-114	-104	-118	-100	228	230	214	235	-9	-8	-7	-7	219	222	207	228	1389	0	-497	-587
Atrium Ljungberg	405	371	361	369	-155	-154	-138	-118	250	217	223	251	-2	-10	-17	-7	248	208	206	245	1087	-3	-208	-484
Wallenstam	302	310	313	314	-119	-119	-94	-102	183	191	219	211	-49	-49	-56	-37	134	142	163	174	286	85	42	-295
Wihlborgs	270	287	292	290	-84	-90	-80	-76	186	197	212	214	-7	-8	-7	-8	179	189	205	206	713	40	15	7
Klöver	290	285	287	290	-121	-117	-107	-106	169	168	180	184	-5	-1	1	-1	164	167	182	183	245	44	-150	-265
Balder	154	152	157	157	-55	-59	-53	-47	99	94	104	110	86	22	30	-51	185	115	134	59	58	0	-46	-43
Sagax	92	115	123	130	-15	-16	-14	-13	77	99	109	117	-4	-6	-7	-7	73	93	102	109	102	26	-78	41
Din Bostad	128	131	140	148	-75	-72	-62	-52	53	59	78	96	-19	-5	-5	-5	34	54	73	91	20	13	4	-195
Dagon	109	108	112	117	-42	-48	-39	-37	67	60	73	81	-16	-12	-14	-13	51	48	59	68	9	10	-55	-66
Fast Partner	100	102	105	106	-40	-35	-32	-32	60	67	73	75	-2	-3	-4	-4	58	64	69	71	0	-30	-32	-116
Allokton	103	105	101	104	-62	-45	-41	-44	42	59	59	60	-4	1	-3	2	38	60	56	62	3	0	-45	-199
Diös	122	121	121	114	-70	-55	-50	-45	52	66	71	68	-9	-7	-6	-7	42	59	65	61	18	7	-108	-42
Catena	46	46	47	47	-8	-6	-6	-6	38	40	41	41	-4	-4	-5	-3	34	36	35	38	35	5	-28	-35

MKr	rörelseresultat				värdeförändringar finansiella instrument				finansiella intäkter				finansiella kostnader				resultat före skatt				periodens resultat			
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Fabege	851	554	276	-109	-10	-14	10	-54	4,8	5,5	5,7	6,2	-170	-198	-202	-221	676	348	90	-378	634	388	135	-272
Kungsleden	1316	369	334	432	-20	-32	82	-163	7,3	7,2	7,8	8,9	-233	-232	-251	-286	1070	113	173	-9	1237	73	199	78
Castellum	906	191	98	109	-5	-44	104	-255	0,8	0,8	0,9	0,9	-136	-138	-147	-147	766	10	56	-292	639	9	40	-221
Hufvudstaden	1608	222	-290	-359	3	-18	44	-44	3,5	3,5	3,8	3,8	-39	-39	-43	-43	1575	169	-285	-442	1137	120	-206	-320
Atrium Ljungberg	1335	204	-3	-239	-	-	-	-	10,8	3,6	6,9	3,5	-82	-83	-86	-93	1264	125	-82	-329	935	114	-52	-231
Wallenstam	421	227	205	-121	4	-4	8	-10	2,2	1,3	7,2	1,9	-93	-101	-104	-106	334	124	116	-235	376	97	101	-122
Wihlborgs	892	229	220	213	0	-1	-10	1	4,0	1,0	2,0	5,0	-75	-82	-88	-96	821	147	124	123	610	117	87	103
Klöver	409	211	31	-83	0	-25	95	-83	1,1	1,1	1,1	1,5	-94	-82	-87	-91	316	105	41	-255	292	72	28	-197
Balder	242	115	88	16	-6		29	-75	3,2	3,2	3,4	3,3	-68	-68	-73	-70	171	50	48	-126	231	42	34	-104
Sagax	175	119	24	150	-35	-32	85	-143	3,9	2,5	10,8	3,2	-40	-53	-57	-65	104	37	62	-55	173	184	14	-38
Din Bostad	54	67	78	-105	3	-10	87	-68	1,2	1,2	1,0	1,4	-49	-47	-42	-56	10	11	124	-227	12	12	86	-168
Dagon	59	58	4	2	1	-11	40	-1	4,0	5,3	4,6	6,0	-39	-41	-44	-46	24	12	4	-39	45	19	13	-24
Fast Partner	58	34	37	-44	-28	9	-17	-14	7,9	7,3	5,8	2,8	-31	-31	-33	-33	8	19	-7	-88	18	14	-5	-45
Allokton	41	60	12	-138	-43	-33	90	-115	3,7	0,8	4,0	0,1	-60	-62	-64	-65	-58	-34	41	-317	-28	-22	23	-268
Diös	61	66	-43	19			0		2,3	0,6	0,3	0,4	-29	-33	-33	-34	35	34	-75	-15	39	33	-92	4
Catena	69	41	7	3	-1	-6	15	-13	0,5	0,3	0,8	0,9	-15	-15	-14	-17	53	21	9	-26	38	14	7	-15

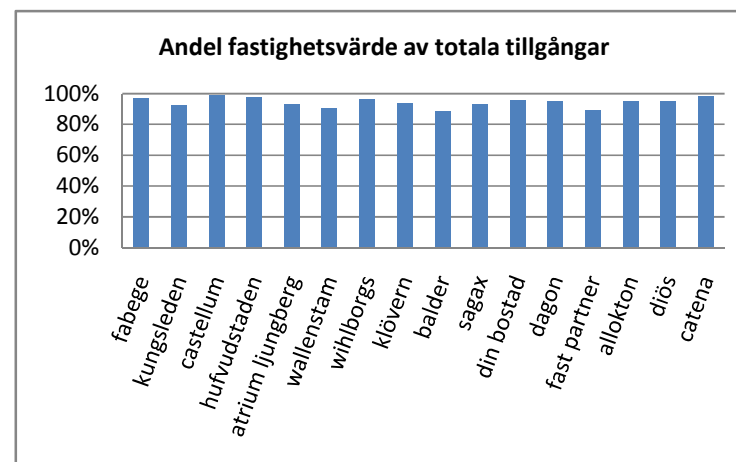
Appendix 2 - Balansräkning

MKr	eget kapital				räntebärande skulder				icke-räntebärande skulder				balansomslutning				förvaltningsfastigheter			
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Fabege	11415	11597	10976	10646	17197	18640	18757	18583	3130	2344	2025	1885	31742	32581	31758	31114	30829	30476	30092	30169
Kungsleden	9040	9112	8220	8299	21068	18515	20475	20605	2673	1858	2033	1961	32781	29484	30728	30864	25737	27223	28666	28513
Castellum	11204	10721	10761	10540	12582	12770	13641	14588	4105	4579	4676	4155	27891	28070	29078	29283	27717	27961	26671	29119
Hufvudstaden	11809	11560	11374	11035	3400	3400	3400	3400	5740	6213	5688	5553	20949	21172	20461	19988	20531	20576	20131	19580
Atrium Ljungberg	9259	9358	9080	8818	7486	7447	7848	7837	3673	3699	3431	3686	20418	20504	20359	20340	18801	18857	18905	18962
Wallenstam	8257	8243	8239	7951	9468	9602	9884	9970	2022	2094	2235	2001	19747	19939	20358	19922	18062	18230	18459	18109
Wihlborgs	4473	4590	4441	4534	7785	7546	7760	7954	1453	1569	1545	1654	13711	13705	13746	14142	13397	13421	13310	13683
Klöver	4867	4923	4669	4418	7007	6908	7358	7444	1135	1047	1032	969	13009	12879	13058	12831	12154	12105	12227	12097
Balder	2286	2328	2327	2208	5040	5423	5374	5505	257	276	206	274	7582	8027	7906	7986	6710	7121	6918	7083
Sagax	1466	1649	1633	1596	3793	4414	4572	4559,1	422	217	256	247	5681	6280	6461	6401	4976	5820	5892	5989
Din Bostad	1282	1294	1422	1254	4079	4148	4515	4472	133	157	104	106	5494	5598	6041	5831	5385	5393	5802	5608
Dagon	1485	1504	1438	1393	3075	3086	3315	3419	424	378	406	384	4984	4968	5159	5195	4586	4645	4880	4943
Fast Partner	1705	1718	1624	1578	2469	2526	2724	2740	409	375	412	388	4583	4620	4759	4706	3944	3953	4270	4206
Allokton	437	415	438	171	3802	3995	3970	4005	279	281	267	271	4518	4691	4676	4447	4276	4465	4427	4234
Diös	1369	1399	1263	1251	2707	2666	2727	2726	216	167	174	158	4292	4232	4163	4135	4067	3999	3963	3928
Catena	1006	1020	966	952	1224	1220	1260	1272	313	342	352	348	2543	2582	2578	2572	2479	2512	2520	2523

Appendix 3 – Övrig information

MKr	uthyrbar yta m2				investeringar/försäljningar fastigheter				kassaflöde
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q3
Fabege	1546000	1512000	1464000	1378000	-	-580	-293	530	8
Kungsleden	2844000	3188000	3242000	2970000	-	1479	1519	-127	111
Castellum	3003000	3020000	3102000	3060000	-	415	-994	2772	3
Hufvudstaden	353685	353567	353675	353883	-	45	52	36	149,3
Atrium Ljungberg	891630	-	-	691151	-	59	255	541	79,8
Wallenstam	1139272	1138170	1148052	1141907	-	83	187	-55	69
Wihlborgs	1241445	1235217	1234929	1185519	-	-16	-126	366	45
Klövern	1394000	1374000	1382000	1387000	-	-93	272	135	9,3
Balder	551000	570000	538000	531765	-	411	-156	208	-1
Sagax	743023	819617	835562	837021	-	818	150	56	-39,9
Din Bostad	661484	661224	741165	740692	-	-5	404	1	-23,7
Dagon	681837	681918	723925	621999	-	50	290	129	12,8
Fast Partner	475200	475300	475300	481914	-	40	349	52	31,3
Allokton	423853	444492	443187	444570	-	189	6	6	52,7
Diös	581822	564225	564225	558900	-	-76	71	7	-2,8
Catena	227500	227500	227500	227500	-	28	36	38	-23

MKr	ekonomisk uthyrningsgrad			
	q4	q1	q2	q3
Fabege	92%	92%	93%	93%
Kungsleden	94%	94%	95%	95%
Castellum	88%	89%	90%	90%
Hufvudstaden	96%	96%	97%	97%
Atrium Ljungberg	92%	92%	92%	94%
Wallenstam	97%	97%	98%	98%
Wihlborgs	93%	93%	94%	94%
Klövern	88%	89%	89%	90%
Balder	93%	93%	94%	94%
Sagax	97%	97%	95%	95%
Din Bostad	94%	94%	96%	95%
Dagon	86%	86%	86%	85%
Fast Partner	90%	93%	93%	92%
Allokton	95%	95%	95%	96%
Diös	93%	91%	92%	93%
Catena	98%	98%	99%	99%



Appendix 4 – Nyckeltal

MKr	soliditet				belåningsgrad				skuldsättningsgrad				räntetäckningsgrad innan värdeförändringar				genomsnittlig skuldränta (kvartalsbasis)				riskbuffert			
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
fabege	36%	36%	35%	34%	56%	61%	62%	62%	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	1,7	1,8	1,6	-	1,0%	1,0%	1,1%	-	0,8%	-0,1%	-1,4%
kungsleden	28%	31%	27%	27%	82%	68%	71%	72%	2,6	2,2	2,7	2,7	1,6	1,6	1,7	1,6	-	1,1%	1,2%	1,3%	-	0,2%	0,0%	0,2%
castellum	40%	38%	37%	36%	45%	46%	51%	50%	1,5	1,6	1,7	1,8	2,7	2,6	2,7	3,0	-	0,8%	0,8%	0,8%	-	-0,1%	-0,5%	-0,4%
hufvudstaden	56%	55%	56%	55%	17%	17%	17%	17%	0,8	0,8	0,8	0,8	5,6	5,7	4,9	5,4	-	0,4%	0,5%	0,5%	-	0,7%	-1,8%	-2,2%
atrium ljunberg	45%	46%	45%	43%	40%	39%	42%	41%	1,2	1,2	1,2	1,3	3,2	2,6	2,5	2,7	-	0,7%	0,8%	0,8%	-	0,3%	-0,7%	-2,0%
wallenstam	42%	41%	40%	40%	52%	53%	54%	55%	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,4	1,6	1,7	-	0,9%	0,9%	0,9%	-	0,3%	0,2%	-1,5%
wihlborgs	33%	33%	32%	32%	58%	56%	58%	58%	2,1	2,0	2,1	2,1	2,4	2,3	2,4	2,2	-	0,9%	1,0%	1,0%	-	0,8%	0,7%	0,5%
klöver	37%	38%	36%	34%	58%	57%	60%	62%	1,7	1,6	1,8	1,9	1,8	2,1	2,1	2,0	-	1,0%	1,1%	1,1%	-	0,6%	-0,8%	-1,7%
balder	30%	29%	29%	28%	75%	76%	78%	78%	2,3	2,4	2,4	2,6	2,7	1,7	1,9	0,9	-	1,2%	1,3%	1,2%	-	0,3%	-0,1%	-1,0%
sagax	26%	26%	25%	25%	76%	76%	78%	76%	2,9	2,8	3,0	3,0	2,0	1,8	2,0	1,7	-	1,2%	1,2%	1,3%	-	0,8%	-0,7%	1,0%
din bostad	23%	23%	24%	22%	76%	77%	78%	80%	3,3	3,3	3,2	3,7	0,7	1,2	1,8	1,7	-	1,1%	0,9%	1,2%	-	0,1%	0,4%	-2,9%
dagon	30%	30%	28%	27%	67%	66%	68%	69%	2,4	2,3	2,6	2,7	1,4	1,3	1,5	1,6	-	1,2%	1,2%	1,2%	-	0,1%	-1,0%	-1,1%
fast partner	37%	37%	34%	34%	63%	64%	64%	65%	1,7	1,7	1,9	2,0	2,1	2,3	2,3	2,3	-	1,1%	1,1%	1,1%	-	-0,2%	-0,2%	-1,9%
allokton	10%	9%	9%	4%	89%	89%	90%	95%	9,3	10,3	9,7	25,0	0,7	1,0	0,9	0,9	-	1,5%	1,5%	1,5%	-	-0,2%	-1,2%	-4,5%
diös	32%	33%	30%	30%	67%	67%	69%	69%	2,1	2,0	2,3	2,3	1,6	1,8	2,0	1,8	-	1,1%	1,1%	1,2%	-	0,4%	-2,1%	-0,7%
catena	40%	40%	37%	37%	49%	49%	50%	50%	1,5	1,5	1,7	1,7	2,2	2,4	2,5	2,3	-	1,0%	0,9%	1,0%	-	0,6%	-0,6%	-0,9%

Mkr	överskottsgrad				rörelsemarginal innan VF				rörelsemarginal				Vinstmarginal			
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Fabege	65%	61%	68%	65%	62%	58%	65%	63%	160%	99%	49%	-20%	127%	62%	16%	-69%
Kungsleden	72%	71%	77%	78%	58%	60%	65%	69%	213%	61%	53%	65%	174%	19%	27%	-1%
Castellum	64%	62%	67%	71%	61%	60%	64%	69%	154%	32%	16%	17%	130%	2%	9%	-46%
Hufvudstaden	67%	69%	64%	70%	64%	67%	62%	68%	471%	67%	-87%	-107%	461%	50%	-86%	-132%
Atrium Ljungberg	62%	58%	62%	68%	61%	56%	57%	66%	330%	55%	-1%	-65%	312%	34%	-23%	-89%
Wallenstam	61%	62%	70%	67%	44%	46%	52%	55%	139%	73%	65%	-39%	111%	40%	37%	-75%
Wihlborgs	69%	69%	73%	73,8%	66%	66%	70%	71%	330%	80%	75%	73%	304%	51%	42%	42%
Klöver	58%	59%	63%	63%	57%	59%	63%	63%	141%	74%	11%	-28%	109%	37%	14%	-88%
Balder	64%	61%	66%	70%	120%	76%	85%	38%	158%	76%	56%	10%	111%	33%	30%	-80%
Sagax	84%	86%	88%	90%	80%	81%	82%	84%	191%	104%	19%	116%	114%	32%	50%	-42%
Din Bostad	41%	45%	56%	65%	27%	41%	52%	61%	42%	51%	55%	-71%	8%	9%	89%	-154%
Dagon	62%	55%	65%	69%	47%	45%	53%	58%	54%	54%	4%	2%	22%	11%	4%	-33%
Fast Partner	60%	66%	69%	70%	58%	63%	66%	67%	58%	34%	35%	-42%	8%	19%	-7%	-83%
Allokton	41%	57%	59%	58%	37%	57%	56%	60%	40%	57%	12%	-133%	-56%	-32%	41%	-307%
Diös	42%	54%	59%	60%	35%	48%	54%	54%	50%	54%	-35%	17%	28%	28%	-62%	-13%
Catena	83%	87%	86%	87%	74%	78%	75%	80%	150%	90%	15%	5%	116%	45%	19%	-55%

Mkr	driftsnetto/m2 (kr)				fastighetsvärde/balansomsl.				driftsnetto/fastighetsvärde				driftskostnader/m2			
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Fabege	223	228	261	260	97%	94%	95%	97%	1,1%	1,1%	1,3%	1,2%	122	144	124	139
Kungsleden	157	134	150	175	79%	92%	93%	92%	1,7%	1,6%	1,7%	1,8%	60	54	46	48
Castellum	126	125	133	147	99%	100%	92%	99%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	71	75	65	59
Hufvudstaden	644	650	605	663	98%	97%	98%	98%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	321	294	334	282
Atrium Ljungberg	281	-	-	364	92%	92%	93%	93%	1,3%	1,2%	1,2%	1,3%	173	-	-	171
Wallenstam	161	168	191	185	91%	91%	91%	91%	1,0%	1,0%	1,2%	1,2%	104	104	82	90
Wihlborgs	150	159	172	181	98%	98%	97%	97%	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	68	73	65	64
Klöver	121	122	130	132	93%	94%	94%	94%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%	87	85	77	76
Balder	179	164	193	207	88%	89%	88%	89%	1,5%	1,3%	1,5%	1,6%	100	103	99	88
Sagax	104	120	130	139	88%	93%	91%	94%	1,6%	1,7%	1,8%	1,9%	20	20	17	16
Din Bostad	80	89	106	129	98%	96%	96%	96%	1,0%	1,1%	1,3%	1,7%	113	109	84	70
Dagon	98	88	100	130	92%	94%	95%	95%	1,5%	1,3%	1,5%	1,6%	61	71	54	59
Fast Partner	126	141	153	155	86%	86%	90%	89%	1,5%	1,7%	1,7%	1,8%	85	73	68	66
Allokton	99	133	134	134	95%	95%	95%	95%	1,0%	1,3%	1,3%	1,4%	145	102	94	99
Diös	89	117	125	122	95%	94%	95%	95%	1,3%	1,6%	1,8%	1,7%	120	98	89	81
Catena	167	175	178	180	97%	97%	98%	98%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	35	27	28	28

Mkr	direktavkastning				totalavkastning				Rt				Re			
	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3	q4	q1	q2	q3
Fabege	-	1,1%	1,3%	1,2%	-	1,8%	0,9%	-0,4%	-	1,74%	0,88%	-0,33%	-	3,4%	1,2%	-2,5%
Kungsleden	-	1,6%	1,7%	1,8%	-	1,4%	1,2%	1,5%	-	1,21%	1,14%	1,43%	-	0,8%	2,3%	0,9%
Castellum	-	1,4%	1,5%	1,6%	-	0,7%	0,4%	0,4%	-	0,69%	0,35%	0,38%	-	0,1%	0,4%	-2,1%
Hufvudstaden	-	1,1%	1,1%	1,2%	-	1,1%	-1,4%	-1,8%	-	1,07%	-1,37%	-1,76%	-	1,0%	-1,8%	-2,9%
Atrium Ljungberg	-	1,2%	1,2%	1,3%	-	1,1%	0,0%	-1,3%	-	1,02%	0,02%	-1,16%	-	1,2%	-0,6%	-2,6%
Wallenstam	-	1,1%	1,2%	1,2%	-	1,3%	1,1%	-0,7%	-	1,15%	1,05%	-0,59%	-	1,2%	1,2%	-1,5%
Wihlborgs	-	1,5%	1,6%	1,6%	-	1,7%	1,6%	1,6%	-	1,68%	1,62%	1,56%	-	2,6%	1,9%	2,3%
Klöver	-	1,4%	1,5%	1,5%	-	1,7%	0,3%	-0,7%	-	1,64%	0,25%	-0,63%	-	1,5%	0,6%	-4,3%
Balder	-	1,4%	1,5%	1,6%	-	1,7%	1,3%	0,2%	-	1,52%	1,14%	0,24%	-	1,8%	1,5%	-4,6%
Sagax	-	1,8%	1,9%	2,0%	-	2,2%	0,4%	2,5%	-	2,03%	0,54%	2,38%	-	11,8%	0,8%	-2,3%
Din Bostad	-	1,1%	1,4%	1,7%	-	1,2%	1,4%	-1,8%	-	1,23%	1,35%	-1,74%	-	0,9%	6,3%	-12,6%
Dagon	-	1,3%	1,5%	1,6%	-	1,3%	0,1%	0,0%	-	1,28%	0,17%	0,16%	-	1,3%	0,9%	-1,7%
Fast Partner	-	1,7%	1,8%	1,8%	-	0,9%	0,9%	-1,0%	-	0,90%	0,91%	-0,88%	-	0,8%	-0,3%	-2,8%
Allokton	-	1,4%	1,3%	1,4%	-	1,4%	0,3%	-3,2%	-	1,32%	0,34%	-3,01%	-	-5,1%	5,4%	-87,8%
Diös	-	1,6%	1,8%	1,7%	-	1,6%	-1,1%	0,5%	-	1,56%	-1,01%	0,47%	-	2,4%	-6,9%	0,3%
Catena	-	1,6%	1,6%	1,6%	-	1,7%	0,3%	0,1%	-	1,62%	0,31%	0,14%	-	1,3%	0,7%	-1,5%

Mkr	kassaflöde/totala skulder
	q3
Fabege	0,04%
Kungsleden	0,49%
Castellum	0,02%
Hufvudstaden	1,67%
Atrium Ljungberg	0,69%
Wallenstam	0,58%
Wihlborgs	0,47%
Klöver	0,11%
Balder	-0,02%
Sagax	-0,83%
Din Bostad	-0,52%
Dagon	0,34%
Fast Partner	1,00%
Allokton	1,23%
Diös	-0,10%
Catena	-1,42%

Appendix 5 - Fastighetsbestånd och ålder

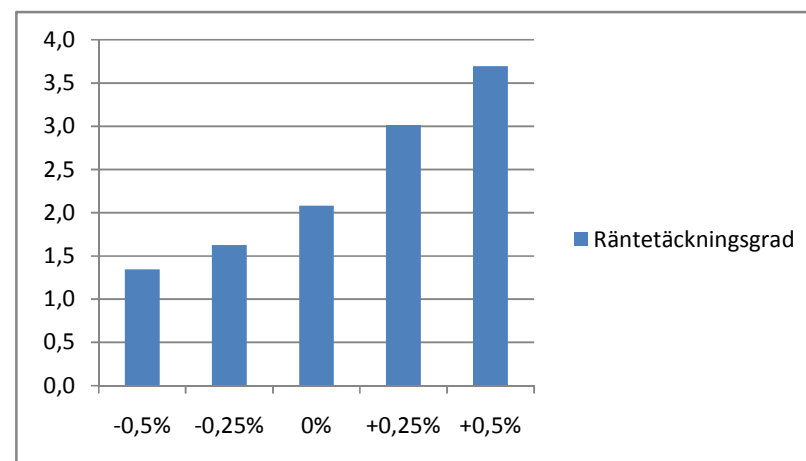
	Storlek	Ålder	Fastighetstyp, andel					Geografiskt läge, andel							
	Fastighetsvärde, Mkr	Grundat år	Bostäder	Kontor	Butik	Industri/lager	Övrigt	Sthlm innerstad	Storsthlm	Göteborg	Öresund	Övriga större städer	Övriga Sverige	Övrigt	Utland
Fabege	30 169	? ¹	7%	65%	8%	12%	8%	38%	62%	-	-	-	-	-	-
Kungsleden	28 513	1994	-	10%	8%	31%	51%	-	13%	4%	11%	29%	34%	7%	2%
Castellum	29 119	1992	-	40%	11%	46%	2%	-	16%	31%	19%	16%	17%	-	-
Hufvudstaden	19 580	1915	-	49%	25%	8%	18%	79%	-	21%	-	-	-	-	-
Atrium Ljungberg	18 962	1990	6%	25%	45%	-	24%	15%	57%	-	-	11%	17%	-	-
Wallenstam	18 109	1970	57%	21%	6%	7%	9%	13%	26%	55%	6%	-	-	-	-
Wihlborgs	13 683	1985	1%	47%	6%	43%	3%	-	-	-	100%	-	-	-	-
Klövern	12 097	2002	-	47%	10%	34%	9%	-	22%	-	-	53%	24%	-	-
Balder	7 083	2005	8%	58%	16%	2%	15%	2%	40%	46%	10%	-	-	2%	-
Sagax	5 989	2004	-	17%	-	82%	1%	-	31%	1%	8%	10%	29%	-	20%
Din Bostad	5 608	2006	92%	-	8%	-	-	-	18%	14%	4%	19%	46%	-	-
Dagon	4 943	1996	2%	33%	-	48%	16%	-	17%	-	32%	-	51%	-	-
Fast Partner	4 206	1987	2%	23%	8%	64%	4%	-	71%	5%	-	-	25%	-	-
Allokton	4 234	2005	42%	26%	14%	-	18%	-	19%	-	-	13%	51%	-	16%
Diös	3 928	2000/2005 ²	7%	38%	16%	20%	18%	-	-	-	-	-	100%	-	-
Catena	2 523	1997	-	7%	26%	42%	25%	-	39%	26%	22%	-	-	-	13%

Bildades ur Wihlborgs

² Bildades 2000 men förvärvade nuvarande beståndet 2005

Appendix 6 - Känslighetsanalys, ränteräkningsgrad

	förändring av snitträntan				
	-0,5%	-0,25%	0%	+0,25%	+0,5%
Fabege	1,1	1,3	1,6	2,1	3,0
Kungsleden	1,2	1,4	1,6	2,0	2,7
Castellum	1,8	2,2	3,0	4,3	8,0
Hufvudstaden	2,6	3,5	5,4	11,4	-
Atrium Ljungberg	1,7	2,0	2,7	3,8	6,9
Wallenstam	1,1	1,3	1,7	2,3	3,8
Wihlborgs	1,5	1,8	2,2	2,9	4,3
Klövern	1,4	1,6	2,0	2,6	3,8
Balder	0,6	0,7	0,9	1,1	1,5
Sagax	1,3	1,5	1,7	2,1	2,7
Din Bostad	1,2	1,4	1,7	2,1	2,8
Dagon	1,1	1,3	1,6	2,0	2,7
Fast Partner	1,5	1,8	2,3	3,0	4,3
Allokton	0,7	0,8	0,9	1,1	1,4
Diös	1,3	1,5	1,8	2,3	3,1
Catena	1,5	1,8	2,3	3,0	4,4
<i>genomsnitt</i>	1,3	1,6	2,1	3,0	3,7
antal under 2,0	15	13	9	2	2
antal under 1,5	11	9	2	2	2



Appendix 7 - Carnegies fasighetsprisindex

