



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Vad gör fastighetsföretag?

En sammanställning av information i nio svenska fastighetsföretags årsredovisningar från 2009

Kandidatuppsats i Företagsekonomi
Externredovisning och Företagsanalys
Höstterminen 2010

Författare:
Åsa Jonsson 760707
Marcus Karlsson 830815

Handledare:
Thomas Polesie

Förord

Vi är glada att med detta kunna framlägga vår kandidatuppsats i företagsekonomi med inriktning på externredovisning och företagsanalys. Vi vill först tacka vår handledare professor Thomas Polesie som har gett oss vägledning samt bidragit med viktiga insikter. Vi vill också tacka Magnus Billström på Castellum för att i arbetets inledning givit oss värdefulla grundläggande kunskaper om fastighetsvärdering samt fastighetsmarknaden. Utan dessa personer hade den här uppsatsen inte varit möjlig.

Åsa Jonsson och Marcus Karlsson
Göteborg 2011-01-11

Sammanfattning

Examensarbete i Företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Externredovisning och företagsanalys, Kandidatuppsats, höstterminen 2010.

Författare: Åsa Jonsson och Marcus Karlsson

Handledare: Thomas Polesie

Titel: Vad gör fastighetsföretag? - En sammanställning av information i nio svenska fastighetsföretags årsredovisningar från 2009

Ämnesord: Förvaltningsfastigheter, Fastighetsbolag, Verkligt värde, IAS 40, Strategi

Bakgrund och problem: Fastigheter och fastighetsföretag har med jämna mellanrum blivit aktuellt, ibland ser man att de agerar till synes olika. Det vore intressant att så förutsättningslöst som möjligt studera vad ett antal av de svenska fastighetsföretagen gör. Ett sätt att göra det på kan vara genom att ta del av deras årsredovisningar och sammanställa informationen som visar vad man har gjort samt hur företaget är strukturerat i syfte att underlätta för fortsatt studier av företagen. Det har utmynnats i följande frågeställningar: *Vad gör ett antal av de stora svenska fastighetsföretagen?*

Samt:

Hur kan man gå tillväga för att använda insamlad data i vidare studier för att beskriva företagen?

Syfte: Att ställa upp informationen på ett sätt som gör att läsaren kan skapa sig en översiktlig bild av ett antal företags struktur samt beteende under 2009. Att samla in och ställa upp data som ett underlag i syfte att bereda för fortsatt forskning.

Avgränsningar: Studien omfattar endast svenska stora fastighetsföretag vars primära verksamhet är att äga och förvalta fastigheter. Fastighetsföretagen redovisar förvaltningsfastigheterna till verkligt värde. Data har samlats in från 2009.

Metod: I en explorativ studie har kvantitativ och kvalitativ data samlats in från respektive företags årsredovisning för 2009. Data sammanställdes och presenterades huvudsakligen grafiskt för att få en förståelse för företagen och deras beteende under 2009.

Slutsats och förslag till fortsatt forskning: För att gå vidare anser författarna att man med hjälp av underlaget ytterligare kan studera företagen, samt samla in ny data för att få en klarare bild av dem. Tre nya frågeställningar föreslås: *Vilka möjliga strategiska val framkommer som man kan föreställa sig att företagen gör eller har gjort om man analyserar informationen i bilaga 1 genom grafer? Hur ser sambandet mellan företagets börsvärde och eget kapital ut över en längre tid? Och Hur ser företagen på informationen som framställts, hur är den relativt företagets egen världsbild? Vidare presenteras inledande förslag för metod för att gå vidare med att svara på huvudfrågeställningen.*

Definitioner:

IASB - International Accounting Standards Board

IFRS - International Financial Reporting Standards

IAS - International Accounting Standards

Förvaltningsfastighet: Definieras av IASB som "är fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa" (IAS 40)

Verkligt värde: Är ett bedömt värde till vilken tillgången skulle överlåtas på en marknad mellan oberoende intressenter (Torfason, 2010)

Skuldsättningsgrad: Eget kapital dividerat med Skulder (Johansson & Runsten)

Volatilitet: Standardavvikelse av procentuell kursförändring av en aktie ett år tillbaka

Driftsnetto: Överskott sedan utbetalningar för drift och underhåll dragits ifrån bruttointäkterna (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet 2008)

Direktavkastning: Aktie: Utdelning i procent av aktuellt marknadsvärde **Fastighet:** Driftsnetto i procent av aktuellt marknadsvärde (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet 2008)

Fastighetstyper:

Handel: Handelsfastigheter är sådana som används för handel med varor och tjänster till externa parter. De kallas för handel eller butik i årsredovisningarna.

Kontor: Fastigheter som består av kontorsutrymme

Industri: Är både industri och lagerfastigheter

Bostad: Fastigheter som består av privatbostäder

Publikt: Är fastigheter avsedda för verksamhet som bedrivs med offentliga medel

Innehållsförteckning

1 Inledning	8
1.1 Problemdiskussion.....	8
1.2 Frågeställning	9
1.3 Syfte	10
2 Teoretisk Referensram.....	11
2.1 Strategi.....	11
2.2 Redovisningsteori.....	12
2.2.1 Kvalitativa egenskaper	13
2.2.2 Balansräkning	13
2.2.3 Resultaträkning och Kassaflödesanalys	13
2.3 Centrala begrepp	14
2.3.2 Fyrkantsmodellen	14
2.4 Fastighetsvärdering.....	14
2.5 Fastighetsföretag.....	15
3 Metod.....	17
3.1 Ansats	17
3.2 Avgränsningar.....	17
3.3 Tillvägagångssätt.....	18
3.3.1 Urval	18
3.3.2 Datainsamling.....	19
3.3.3 Presentation av företag	20
3.3.4 Underlag.....	20
3.4 Undersökningens kvalitet.....	20
3.4.1 Kritisk diskussion	20

4 Empiri	22
4.1 Individuell presentation	22
4.1.1 Castellum.....	22
4.1.2 Klöver.....	22
4.1.3 Hufvudstaden	23
4.1.4 Atrium-Ljungberg.....	24
4.1.5 Fabege	24
4.1.6 Kungsleden.....	25
4.1.7 Bostadsbolaget	26
4.1.8 Stena Fastigheter.....	26
4.1.9 Wallenstam	27
4.2 Underlag	28
4.2.1 Börsvärde genom Eget kapital	28
4.2.2 Tillgångar	29
4.2.3 Kapitalstruktur	30
4.2.4 Fördelning av fastighetstyp	31
4.2.5 Investeringar i fastigheter	32
4.2.6 Omsättning av fastigheter.....	33
4.2.7 Uthyrningsbar yta	34
4.2.8 Verksamhetsorter	35
4.2.9 Direktavkastningskrav.....	36
4.2.10 Värde per kvadratmeter.....	37
4.2.11 Hyresintäkter per kvadratmeter	38
4.2.12 Driftskostnader per kvadratmeter	39
4.2.13 Driftsnetto per kvadratmeter.....	40
4.2.14 Aktiens volatilitet	41
4.2.15 Aktiens direktavkastning.....	42

5 Analys	43
5.1 Jämförande data	43
5.1.1 Börsvärde genom Eget kapital	43
5.1.2 Tillgångar	43
5.1.3 Kapitalstruktur	43
5.1.4 Fördelning av fastighetstyp	43
5.1.5 Investeringar i fastigheter	43
5.1.6 Omsättning av fastigheter	44
5.1.7 Uthyrningsbar yta	44
5.1.8 Verksamhetsorter	44
5.1.9 Direktavkastningskrav	44
5.1.10 Värde per kvadratmeter	44
5.1.11 Hyresintäkter per kvadratmeter	45
5.1.12 Driftskostnader per kvadratmeter	45
5.1.13 Driftsnetto per kvadratmeter	45
5.1.14 Aktiens volatilitet	45
5.1.15 Aktiens direktavkastning	45
6 Slutsats och förslag till fortsatt forskning	46
6.1 Slutsatser	46
Källförteckning	50
Bilaga 1	52
Bilaga 2	55

1 Inledning

Följande kapitel syftar till att ge en inblick i fastighetsbranschen samt att ge läsaren en förståelse för bakgrunden och motiven till valet av frågeställning. Kapitlet utmynnar i forskningsfrågan samt syftet med uppsatsen

1.1 Problemdiskussion

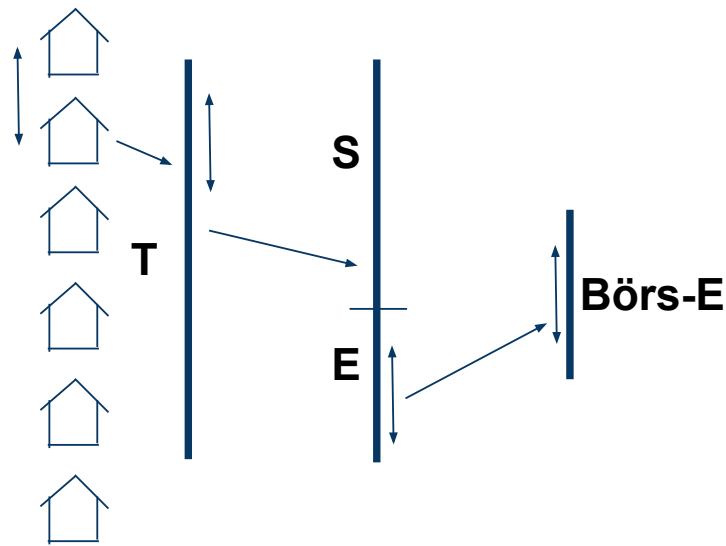
Fastigheter samt fastighetsföretag är ett ämne som med jämna mellanrum blir aktuellt. Den svenska finanskrisen på 90-talet orsakades av en kraftig kreditexpansion som ledde till en fastighetsbubbla som sedan sprack och hotade att dra med sig flera svenska banker (Schön, 2007).

Under slutet av 1990-talet flyttades fokus till IT och telekom och fastigheter ansågs av många som omodernt (Bengtsson & Polesie, 1998). Det visade sig dock också bli en ohållbar bubbla som byggde på förväntningar som inte gick att uppnå. Det är ett mönster på marknader som återkommer i historien (Soros, 1987), människor har ibland en förmåga att underskatta vissa risker (Szombatfalvy, 2009).

Efter att IT-bubblan sprack kom fastigheter att åter igen bli aktuella och priserna i stora delar av världen nådde rekordnivåer. Priserna föll dock i samband med den globala finanskrisen i slutet av 2000-talet och efter det har fastighetsmarknaden blivit mer aktuellt än någonsin i media.

År 2005 infördes nya redovisningsregler för alla noterade koncerner i EU. Det innebar för fastighetsföretagen att man nu kunde redovisa sina tillgångar till marknadsvärde i balansräkningen och att värdeförändringar sedan påverkade resultatet. Det kan ses om ett led i övergången till en mer anglosaxisk tradition på redovisning (Smith, 2006). I den traditionen ser man aktiemarknaden och aktieägarna som de viktigaste intressenterna (Borglund, 2006). De nya reglerna sattes på prov under finanskrisen när tillgången på kredit ströps och priserna överlag föll i Sverige.

Den svenska fastighetsbranschen blev kraftigt påverkad av krisen med bristande kredittillgång och flera företag som värderar till verkligt värde har skrivit ner värdet på sina fastigheter. En inledande översikt visar på att börsvärdet och det egna kapitalet kan skilja sig åt i de noterade företagen trots att tillgångarna och skulderna skall avspegla det verkliga värdet. Förhållandet mellan eget kapital och börsvärde kallas för "Market to book" och är ett vedertaget begrepp bland analytiker. Sambandet mellan tillgångar, skulder och börsvärde kan uttryckas grafiskt:



Figur 1: Samband mellan fastigheter, balansräkning och börsvärde

De underliggande fastigheterna illustreras som hus längst till vänster i bilden, pilarna upp och ner visar att tillgångarnas värde kan ändras. Fastigheterna förs sedan in i tillgångssidan på balansräkningen som också kan ändra värde när fastigheterna gör det. Det egna kapitalet ändrar sedan värde om tillgångssidan gör det, dessutom med en viss hävstång beroende på skuldsättningsgraden. Sedan handlas företagets aktier på en börs och deras värde kan också ändras oberoende av fastigheterna.

Det kan finnas flera anledningar till att skillnader mellan eget kapital och börsvärde kan observeras. Ett exempel på en sådan faktor skulle vara att för de som har ett något högre börsvärde än eget kapital är att börsnoterade aktier är en mer likvid tillgång än fastigheter och det skulle kunna motivera ett högre pris. Men även andra anledningar borde ligga till grund för eventuella skillnader.

Allt företagen gör och kommunicerar offentligt borde beaktas av marknadens aktörer och de kan även ha förutfattade meningar om företagen och deras ledning.

Utifrån detta perspektiv vore det intressant att för ett antal svenska fastighetsföretag kartlägga relationen mellan eget kapital och börsvärde och att sedan förutsättningslöst som möjligt samla in information om deras beteende samt struktur för att kartlägga eventuella skillnader som kan bidra till ett underlag som kan användas för fortsatta studier i syfte att kartlägga företagen. En början till detta kan vara genom att ta del av ett antal företags årsredovisningar och sammanställa information som visar vad man har gjort samt hur företaget är strukturerat och sedan presentera det som ett underlag.

1.2 Frågeställning

Frågeställning: *Vad gör ett antal av de stora svenska fastighetsföretagen?*

Och vidare:

Hur kan man gå tillväga för att använda insamlad data som ett underlag för vidare studier i syfte att beskriva företagen?

1.3 Syfte

Att ställa upp informationen på ett sätt som gör att läsaren kan skapa sig en översiktlig bild av ett antal företags struktur samt beteende under 2009. Att samla in och ställa upp data som ett underlag i syfte att bereda för fortsatt forskning.

2 Teoretisk Referensram

Följande kapitel syftar till att fördjupa läsaren i de teoretiska begrepp och teorier som har legat till grund för datainsamlingen. Först presenteras ett stycke om organisationsteori i syfte att ge en inblick i begreppet strategi. Sedan följer en redogörelse av redovisningsteori följt av en presentation av de centrala begreppen som används i studien. Kapitlet avslutas med teorier kring fastighetsvärdering och fastighetsföretag.

2.1 Strategi

Enligt Ax, Johansson och Kullvén (2009) finns följande samband mellan Vision, Affärsidé, Strategi samt de mer konkreta planerna som bygger på dessa.



Figur 2: Samband mellan olika planeringsnivåer (Ax et al, 2009, s.22)

Sambandet är hierarkiskt och för varje steg konkretiseras planerna mer i detalj och med större koppling till den operativa verksamheten.

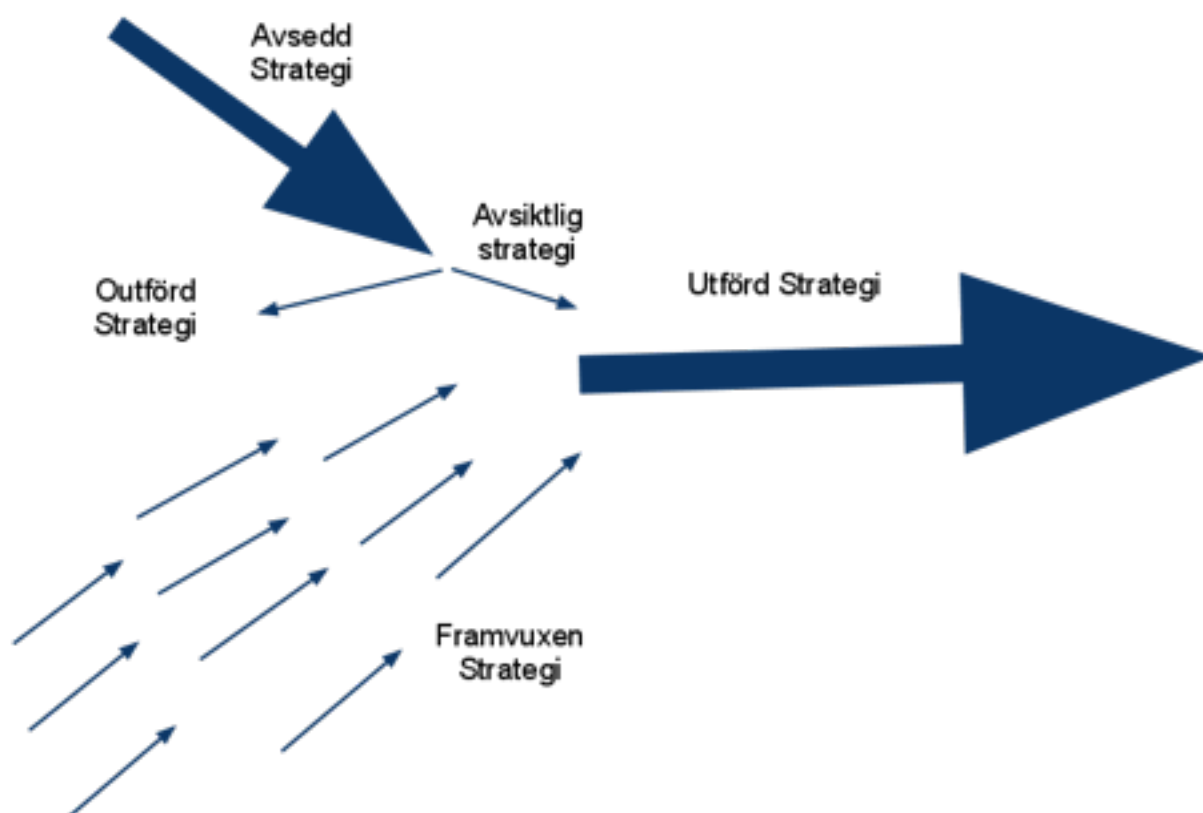
Affärsidén beskrivs som ett klargörande av hur företaget skall skilja sig från andra företag eller vad företaget skall ägna sig åt för att gå med vinst. Strategin beskrivs som en plan eller beskrivning över hur affärsidén skall uppnås (Ax et al, 2009).

Henry Mintzberg identifierar i *The rise and fall of strategic planning* (1994) två typer av strategi. Strategi som en plan och strategi som ett mönster eller beteende. Den första kallar han för avsedd strategi och den andra för realiserad eller utförd strategi. Utförd strategi är oftast en kombination av avsedd strategi och en framvuxen strategi som kommer av att företaget lär sig vad som fungerar och inte fungerar i den omgivande miljön.

Avsedd strategi är det man har i en dokumenterad form att man ämnar göra. Det kan finnas internt eller externt dokumenterat.

Utförd strategi är ett mönster som framträder som skiljer ett företags beteende från andra företag och som helst gör att företaget är framgångsrikt. För att kartlägga den utförda strategin kan man observera företaget och se hur det opererar i sin miljö. Det kan vara en kombination av den avsedda strategin och ett framvuxet beteende.

Utförd strategi är således som vad företaget faktiskt gör, det är inte nödvändigtvis olikt den avsedda affärsidén. Mintzberg illustrerar sin modell grafiskt (Mintzberg, 1994).



Figur 3: Mintzbergs strategimodell (Mintzberg, 1994)

Avsedd strategi delas upp i utförd strategi som aldrig implementeras och avsiktig strategi som kombineras med framvuxen strategi till att bli den utförda strategin.

2.2 Redovisningsteori

2.2.1 Kvalitativa egenskaper

I IASB:s föreställningsram ställs det krav på att redovisningen uppfyller vissa kvalitativa egenskaper. De kvalitativa egenskaperna är de egenskaper som gör informationen i de finansiella rapporterna användbar för användarna. De fyra viktigaste kvalitativa egenskaperna är relevans, tillförlitlighet, begriplighet och jämförbarhet (IASB:s Föreställningsram).

Relevans innebär enligt IASB att informationen skall vara ett bra underlag för att fatta beslut. Relevansen kan skilja sig beroende på vem som skall använda informationen, till exempel har en bank ett annat informationsbehov än en investerare eftersom de har annorlunda riskprofil. IASB har emellertid tagit ställning och menar att information som är relevant för aktiemarknaden bäst tillgodoser alla intressenters behov.

Kravet på begriplighet innebär kort att informationen i de finansiella rapporterna ska vara begriplig för användarna. Information som kan uppfattas som svårbegriplig får inte utelämnas om den anses vara relevant som beslutsunderlag för användarna. För att informationen ska vara användbar måste den även vara tillförlitlig. Informationen är tillförlitlig om den inte innehåller felaktigheter. Jämförbarhet innebär att användarna ska kunna jämföra informationen i de finansiella rapporterna både över tid och mellan olika företag. För att det ska vara möjligt krävs bland annat att värderingsprinciper för likartade transaktioner redovisas på ett likformigt sätt (IASB:s Föreställningsram).

2.2.2 Balansräkning

Företagets balansräkning kan användas till att bilda sig en uppfattning om storleken och sammansättningen av företagets tillgångar och skulder. En balansräkning består av en aktiv sida med tillgångar och en passiv sida med skulder och eget kapital (Polesie, 1995).

Den aktiva sidan skall avspegla vilka resurser företaget kontrollerar, omräknat till pengar (Polesie, 1995). Resurser som inte är pengar måste på något sätt värderas i pengar, det kan göras på olika sätt. Man kan värdera resursen efter vad man en gång betalade för den eller hur mycket pengar man skulle få om man sålde resursen den dagen balansräkningen görs upp (Smith, 2006).

Den passiva sidan visar varifrån resurserna kommer, vilka förpliktelser företaget har. Passivsidan delas in i skulder, som är förpliktelser till yttre aktörer och eget kapital, som man kan se som en förpliktelse till företagets ägare. Eget kapital är en restpost som bildas när alla andra poster har blivit tilldelade (Polesie, 1995).

2.2.3 Resultaträkning och Kassaflödesanalys

Resultaträkningen uppställs genom att man tar en periods flöden av resurser, inkomster och utgifter och hänför dem till perioden. De hänförda inkomsterna och utgifterna kallas då för intäkter och kostnader. Intäkter minus kostnader blir periodens resultat, eller "the bottom line" och är ett mått på hur företaget har gått under perioden (Polesie, 1995).

Kassaflödesanalysen är en rapport som visar de faktiska in- och utflödena av resurser som skett under perioden (Smith, 2006).

Skillnaden på resultaträkningen och kassaflödesanalysen är således periodiseringar. Företag kan välja att periodisera inkomster och utgifter på olika sätt och därmed få en viss kontroll över resultatet (Macintosh, 2001). Emellertid är skillnaden temporär och på lång sikt är kassaflödet lika med resultatet. Företagen kan ha olika anledningar att redovisa på olika sätt och det har observerats att företag i samma bransch omvärderar liknande underliggande tillgångar på olika

sätt beroende på politiska och andra faktorer (Carlsson & Nyblom, 2008). Man kan också anpassa periodiseringarna för att resultatet skall bli jämnare över tiden, det brukar kallas för "smoothing" (Polesie, 1995).

2.3 Centrala begrepp

När man har årets resultat från resultaträkningen och tillgångarna från balansräkningen kan man se hur stort resultatet är i förhållande till hur mycket tillgångar som har tagits i bruk för att skapa resultatet, då kan man få en uppfattning om hur effektivt företaget utnyttjar sina resurser. Måttet som används för att bedöma lönsamhet kallas räntabilitet (Johansson & Runsten, 2005).

Skuldsättningsgrad är ett mått som visar förhållandet mellan skulder och eget kapital. Förutsatt att man kan betala räntorna på sina lån ger en hög skuldsättningsgrad en hög avkastning på det egna kapitalet. Detta kan visas med hjälp av hävstångsmodellen som finns i bilaga 2.

För fastighetsföretag består årets resultat främst av driftsnetto, vilket är hyrorna man får in minus kostnaderna för att förvalta fastigheterna (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008). Men det består också av värdeförändringar, som kan vara realiserade eller orealiserade. Orealiserade värdeförändringar påverkar resultatet om man redovisar till verkligt värde enligt IFRS-reglerna (Bengtsson, 2006).

2.3.2 Fyrkantsmodellen

Fyrkantsmodellen är en metod för att få en grafisk översikt över företag. Man har balansräkningen på Y-led och resultaträkningen på X-led och de skall vara skalenliga (Polesie, 1995).

På Y-axeln har man tillgångarna på ena sidan och skulder samt eget kapital på andra sidan, på X-axeln har man intäkterna på ena sidan och kostnaderna på andra sidan. Bli vinsten positiv så lägger man den på sidan med kostnaderna, blir den negativ så lägger man den på sidan med vinsterna, på så vis blir sidorna lika stora (Polesie, 1995).

2.4 Fastighetsvärdering

De noterade bolagen tar upp verkligt värde i balansräkningen eftersom de är tvingade att följa IFRS-reglerna. IAS 40 som är reglerna för fastighetsredovisning tillåter att man skall värdera till verkligt värde. Alla noterade svenska fastighetsföretag har valt att värdera till verkligt värde även om ett företag framhåvt kritik mot principen (Bengtsson, 2006).

I sin avhandling från 2010 redogör Asgeir Torfason för att värde kan ha olika betydelser. I hans modell för fastighetsvärdering finns fyra olika värden: Anskaffningsvärde, Avskrivet anskaffningsvärde, Taxeringsvärde och Marknadsvärde. I mitten av detta finns bruksvärdet, som inte är helt och hållet något av de andra värdena. Torfason menar att priset och värdet inte nödvändigtvis är samma sak. Han menar att marknadsvärdet inte enbart bör användas eftersom marknadens jämvikt kan fluktuera kraftigt (Torfasson, 2010). Soros (1987) menar att marknader inte har något jämviktsläge alls.

Norman Macintosh (2001) argumenterar för att flera typer av värde bör användas eftersom det är fruktlöst att försöka bestämma ett värde som är mer sanningsenligt än andra möjliga värden som är framräknade med andra metoder.

IASB skriver i IAS 40 att den bästa metoden för att värdera fastigheter är att jämföra med liknande fastigheter som har sålts på en aktiv marknad. Den typen av värdering kallas i Sverige för ortsprismetoden. Enligt Bengtsson (2006) har många företag dock valt att värdera med kassaflödesbaserade metoder.

Persson (2005) beskriver i boken Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt de två modellerna som används för fastighetsvärdering i Sverige, ortsprismetoden och kassaflödesmodellen.

Ortprismetoden baseras på tidigare överlåtelse som skett av jämförbara fastigheter på en fri och öppen marknad. Metoden är ideal när det existerar en mängd skedda överlåtelse, det finns identiska fastigheter och just vid den aktuella värdetidpunkten men så är dock oftast inte fallet. (Persson, 2005).

Värdering som bygger på antagandet att marknadsaktörerna i grunden är rationella säger att om man har ett tillräckligt stort urval av observerade transaktioner kommer eventuella felvärderingar att ta ut varandra. Den här typen av teori har dock mött kritik från praktiker som anser att den inte är verklighetsförankrad (Soros, 1987).

Kassaflödesmodellen innebär att en prognos görs av framtida in och utbetalningar under en bestämd tidsperiod och att ett restvärde bedöms vid periodens slut. Ett nuvärde räknas sedan fram av de förväntade framtida betalningsströmmarna, se bilaga 2 för en formel för en kassaflödesmodell (Persson, 2005).

Kassaflödesmodellen kräver att man prognostiserar framtiden och det är alltid förenat med en grad av osäkerhet (Bengtsson, 2006).

2.5 Fastighetsföretag

Fastighetsföretag har portföljer med fastigheter som de förvaltar och utvecklar genom att köpa och sälja fastigheter. Enligt Bengtsson och Polesie (1998) är värdering av ett fastighetsföretag inte så enkelt som att slå ihop de enskilda fastigheterna till ett värde. Det totala värdet av de individuella fastigheterna är inte alltid lika med företagets värde. Författarna menar att balansräkningen visar det bokförda värdet på företagets tillgångar men att man även kan tänka sig andra mått som visar företagets värde. Synergieffekter kan också uppstå till följd av att fastigheterna ingår i en portfölj och de syns inte heller om man enbart slår ihop fastigheternas värden (Bengtsson, 2006).

Värdet på ett fastighetsbolag kan enligt Bengtsson och Polesie (1998) bestämmas utifrån följande parametrar:

- Betalningsflöde
- Intäkter och kostnader hittills
- Förmåga att generera resultat i framtiden
- Fastighetens placeringssort och läget där
- Beståndets sammansättning och ålder
- Fördelningen mellan kontor, industrier och bostäder
- Fastigheternas tekniska standard
- Förvaltningsorganisationens uppbyggnad
- Hyresgästernas tidsperspektiv och förmåga att betala
- Bolagets image i branschen och bland sina hyresgäster
- Företagsledningen och de anställdas kunskaper om fastigheter, hyresgäster och hyresmarknaden.(Bengtsson & Polesie, 1998. s.206)

Det finns ett flertal val ett fastighetsbolag kan göra för att verkställa sin affärsidé för att försöka skapa värde med sin fastighetsportfölj. Man kan välja vilken typ av fastigheter man vill förvalta och handla med, kontor, handel, industri och så vidare. Man kan också välja vilka branscher som hyresgästerna skall vara verksamma i. Man kan välja hur lokalerna skall vara utformade och hur miljön skall vara i dem (Bengtsson & Polesie, 1998).

Riskspridning i fastighetsbeståndet kan ske dels genom att förvalta olika typer av fastigheter, kontors- och handelsfastigheter, industrifastigheter och bostadsfastigheter och dels genom att sprida verksamheten på flera olika orter. Enligt Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008) har pris och hyresutvecklingen på marknaden för kontors och butikslokaler skiljt sig åt mellan olika orter betydligt under framför allt 2000-talet. I storstäderna har hyrorna och priserna ökat dramatiskt medan i avfolknings- och småstäder har trenden varit nedåtgående eller stilla.

Några relevanta nyckeltal inom fastighetsbranschen för att mäta och jämföra värdetillväxten i fastighetsbeståndet och om förvaltningen är effektiv är: direktavkastning, hyresintäkter per kvadratmeter, driftnetto i absoluta tal och per kvadratmeter, soliditet och uthyrningsgrad, driftskostnader totalt eller kvadratmeter (Bengtsson & Polesie, 1998).

3 Metod

Nedan redogörs för studiens tillvägagångssätt. Kapitlet inleds med en diskussion kring forskningsansatsen. Vidare presenteras hur urvalet av företag har gjorts och sedan hur data har samlats in och presenterats. Kapitlet avslutas med en diskussion kring studiens kvalitet samt användbarhet.

3.1 Ansats

Enligt Jacobsen (2002) innebär en deduktiv ansats att forskaren först genom teori skaffar sig förväntningar om hur verkligheten ser ut och sedan samlar in empiri. Motsatsen till en deduktiv ansats är en induktiv ansats där forskaren istället går ut i verkligheten utan förväntningar och samlar in relevant information.

Jacobsen (2002) menar att man istället för att tala om en deduktiv respektive induktiv ansats kan tala om en mer eller mindre öppen ansats. Det innebär att forskaren först sätter gränser eller en ram för vilken data som ska samlas in och är sedan på grund av det mer eller mindre öppen för nya resonemang under studiens gång.

Ryan, Scapens och Theobald (2002) menar även de att det kan vara svårt att tala om rena induktiva ansatser. Forskaren kan aldrig vara helt objektiv inför ett forskningsprojekt utan är mer eller mindre färgad av tidigare erfarenheter och forskning redan innan undersökningen tar vid.

Vidare enligt Jacobsen (2002) är det vanligt att använda sig av tre dimensioner för att analysera problemställningen som sedan leder fram till studiens undersökningsupplägg. De två första dimensionerna är: beskrivande eller förklarande och klar eller oklar, även så kallad explorativ. Den tredje dimensionen handlar om ifall syftet med studien är att generalisera eller inte.

Utifrån Jacobsens resonemang bygger studien varken på en ren induktiv eller deduktiv ansats utan på en kombination av de två med en mer så kallad öppen ansats. Studiens problemställning är utifrån Jacobsens kategorisering beskrivande och oklar, så kallad explorativ, utan syfte att generalisera.

Eftersom syftet med studien är att utforska fastighetsföretag har arbetet varit en process som inte på förhand begränsat vilken information som kan vara relevant att samla in. Under studiens gång har därför litteratur studerats parallellt med fastighetsföretagens årsredovisningar.

En explorativ problemställning är ibland nödvändig enligt Jacobsen (2002) för att få mer klarhet och kunskap i ett ämne. Författaren menar också att det i en explorativ undersökning ofta handlar om att komma fram till vilka variabler som är relevanta i undersökningen och vilka värden de kan inta. Kunskapen kan sedan ligga till grund för vidare forskning.

Som en ingång till studien träffade vi Magnus Billström på Castellum, ett av de studerade företagen.

3.2 Avgränsningar

Studien omfattar endast svenska stora fastighetsföretag vars primära verksamhet är att äga och förvalta fastigheter. Fastighetsföretagen redovisar förvaltningsfastigheterna till verkligt värde. Data har samlats in från 2009.

3.3 Tillvägagångssätt

För att kartlägga företagen bestämdes det att kvalitativ och kvantitativ data skulle samlas in ur fastighetsföretagens årsredovisningar från 2009. Målet var inte att studera företagens redovisningsval utan att kartlägga vad som ligger bakom siffrorna, redovisningen ansågs som den bästa källan för den typen av data.

Informationen skulle sedan ställas upp som början på ett underlag som kan användas för att kartlägga eventuella val som företagen kan tänkas ha gjort. Men även för andra typer av ingångar för vidare studier. Vilket data som skulle samlas in och vilket som sedan skulle ingå i sammanställningen var dock oklart och informationen presenterades grafiskt allt eftersom studien genomfördes.

För att möjliggöra en mer detaljerad analys ansågs det lämpligt att sortera ut ett mindre antal företag med målet att få fram ett antal företag som möjligtvis skulle kunna uppvisa vissa skillnader.

För att försöka ge en bild av företagen har presentationen delats upp i två delar. Först presenteras varje företag för sig sedan presenteras alla studerade företag samtidigt grafiskt som ett underlag för studier.

3.3.1 Urval

Studien började med att en sammanställning av 19 fastighetsföretag gjordes. De bestod av samtliga noterade bolag samt två onoterade bolag som redovisar det uppskattade verkliga värdet på sitt fastighetsbestånd. Följande bolag ingick i sammanställningen: Atrium, Brinova, Balder, Castellum, Catena, Corem, Dagon, Diös, Fabege, Fastpartner, Heba, Hufvudstaden, Klöver, Kungsleden, Sagax, Wallenstam, Wihlborgs, Bostadsbolaget och Stena Fastigheter.

För att få fram ett lämpligt antal företag gjordes en indelning. Till det användes två variabler: lönsamhet och storlek. Lönsamhet eftersom det ansågs ge en intressant blandning av företag. Storlek eftersom det ansågs att stora företag möjligtvis skulle lämna mer detaljerad information utöver det som krävs enligt redovisningsstandards i sina redovisningar.

Storlek i studien har definierats som storleken på balansomslutningen för de noterade företagen och en justerad balansomslutning med verkligt värde på tillgångssidan för de onoterade företagen. Eftersom de studerade företagen nästan enbart har förvaltningsfastigheter på tillgångssidan innebär storleksmättet i princip värdet på fastigheterna.

Bolagen ställdes upp i en tabell med en grundläggande översikt av verksamheten gjord efter fyrkantsmodellen (Polesie, 1995). Värdeförändringen sorterades bort ur resultatet eftersom det hade större inverkan på resultatet än den övriga omsättningen i flertalet fall. Bolagen sorterades efter lönsamhet på totalt kapital eftersom det skulle kunna sortera företagen så att urvalet sedan ger en blandning av företag med olika strategier.

Sorteringen på lönsamhet på totalt kapital istället för lönsamhet på eget kapital gjordes eftersom lönsamhet på eget kapital enbart skulle sortera bolagen efter skuldsättningsgrad och syftet var att ordna dem efter vilka som fick ut mest av sitt fastighetsbestånd.

Att enbart välja de största företagen i det stadiet ansågs kunna ge ett urval av mer likformiga företag. Det visade sig dock att en sortering på storlek skulle ge samma resultat med undantaget att Klöver, det till synes mest lönsamma företaget, skulle bytas ut mot Wihlborgs.

Nio av de ursprungliga 19 bolagen valdes ut för att analyseras vidare. Urvalet baserades på lönsamhet utan värdeförändring och det utmynnade i fyra grupper, en grupp med lönsamhet på 4% eller högre, en med 3-4%, en med 2-3% och en med 2% och lägre. Av varje grupp valdes de två bolagen med störst tillgångar.

Av den sista gruppen med lönsamhet lägre eller lika med 2% togs tre företag med eftersom två av dem var onoterade och därför ansågs intressanta ur jämförelsesynpunkt och den sista var den med till synes sämst lönsamhet och därför också intressant ur jämförelsesynpunkt.

Företag	Tillgångar	Lönsamhet T utan VF
Klövern	12500	4.40 %
Castellum	30000	4.17 %
Fastpartner	5000	4.00 %
Corem	5000	4.00 %
Dagon	5000	4.00 %
Catena	2500	4.00 %
Brinova	6500	3.85 %
Diös	4000	3.75 %
Hufvudstaden	20000	3.75 %
Wihlborgs	15000	3.33 %
Atrium	20000	3.25 %
Sagax	7000	2.86 %
Heba	3500	2.86 %
Fabege	30000	2.83 %
Kungsleden	24000	2.71 %
Balder	14000	2.50 %
Bostadsbolaget	15000	2.00 %
Stena Fastigheter	20000	1.50 %
Wallenstam	23000	1.30 %

Tabell 1: Urval av företag

Urvalet utmynnade i nio företag: Castellum, Klövern, Hufvudstaden, Atrium, Fabege, Kungsleden, Bostadsbolaget, Wallenstam och Stena fastigheter.

3.3.2 Datainsamling

Årsredovisningarna har studerats dels genom att ta del av dem via företagens hemsidor och dels genom tryckta upplagor.

Data samlades in för att få en bild över hur företagens struktur ser ut. Det som samlades in är: balans- och resultaträkning, kassaflöde, fördelning av fastighetsbestånd på orter och typ, uthyrningsbar yta, vakansgrad, avkastningskrav, föreslagen utdelning, börsvärde, det företagen skrivit själva om sin affärsidé samt vad man skrivit om hur man värderar sitt fastighetsbestånd. (Resultatet presenteras i tabellform i bilaga 1)

För att få en uppfattning om vad andra tycker om företagens redovisning kan man se hur andra intressenter har reagerat på informationen (Polesie 1995). För att göra detta har data över aktiekurser samlats in för de börsnoterade företagen i studien.

Stängningskurser varje dag under 2009 samlades in ifrån Stockholmsbörsens hemsida. (<http://www.nasdaqomxnordic.com/>) De analyserades sedan för att få fram värden för volatilitet för året. Volatilitet mättes som en standardavvikelse av de procentuella kursrörelserna.

3.3.3 Presentation av företag

Den första delen av presentationen börjar med att företagets egna beskrivning av sin affärsidé redovisas som citat, eventuella språkliga felaktigheter korrigerades inte.

En kort beskrivning har gjorts av varje företag, den syftar till att ge läsare som inte har studerat fastighetsbranschen innan en grundläggande översikt av varje studerat företag och underlätta vid tolkning av det grafiska data som presenteras efteråt.

Efter beskrivningen presenteras företagets egna beskrivning av hur man värderar sitt fastighetsbestånd. Det presenteras i form av ett citat.

Presentationens första del avslutas sedan med två tabeller för varje företag. För att ytterligare ge en förståelse för hur företagen ser ut presenteras varje företags balansräkning med fyra poster: Förvaltningsfastigheter, Tillgångar, Skulder och Eget kapital. Sedan följer en tabell där företagets fastigheter har delats upp i andel av de olika fastighetstyperna som valts för studien. De som inte passar eller som företagen själva beskriver som övrigt har sorterats in i kategorin Övrigt. Alla företag har inte angett sina andelar av fastighetstyper på samma sätt. Alla utom Stena Fastigheter och Castellum har angett andel av hyresintäkter medan Stena Fastigheter och Castellum har andel av total uthyrningsbar yta.

3.3.4 Underlag

Den andra delen av presentationen som kallas för underlag är en grafisk presentation där företagen presenteras tillsammans i grafer. Det är gjort för att läsaren skall kunna använda informationen vidare i syfte att kartlägga företagen samt vad de har gjort för att ha kommit till det stadiet som framkommer i presentationen. Där det inte finns information eller där den studerade variabeln inte är relevant har ibland något eller några företag inte presenterats.

Följande variabler visas grafiskt; Tillgångar, Kapitalstruktur, Fördelning av fastighetstyper, Investeringar i fastigheter, Omsättning av fastigheter, Uthyrningsbar yta, Verksamhetsorter, Direktavkastningskrav, Värde per kvadratmeter, Hyresintäkter per kvadratmeter, Driftskostnader per kvadratmeter, Driftsnetto per kvadratmeter, Börsvärde genom eget kapital, Aktiens volatilitet, samt Aktiens direktavkastning.

Sedan analyseras de presenterade variablerna utifrån den teoretiska referensramen och resultatet presenteras per rubrik. Analysen syftar till att ge en bakgrund till slutsatsen som utmynnar i frågeställningar i syfte att ge förslag till fortsatt forskning.

3.4 Undersökningens kvalitet

3.4.1 Kritisk diskussion

Studien består endast av sekundärdata. Enligt Jacobsen (2002) är det viktigt att vara kritisk när man samlar in och hanterar sekundärdata och man bör ställa sig frågor som: Vem har samlat in uppgifterna? Hur trovärdiga är de? Studiens reliabilitet blir dels en fråga om årsredovisningars tillförlitlighet och dels om vår förmåga att ta fram korrekt kvantitativ och kvalitativ data ur årsredovisningarna.

De årsredovisningar som är använda i studien är granskade av revisorer. Granskningen bör innebära att informationen i de finansiella rapporterna är tillförlitlig i enlighet med kravet om tillförlitlighet, en av de kvalitativa egenskaperna, i IASB's föreställningsram. Emellertid finns det en möjlighet för företagen att försöka framställa sig själva på det sätt de själva önskar genom att presentera siffror som gynnar det syftet utan att de nödvändigtvis behöver bryta direkt mot några redovisningsregler (Macintosh, 2001). Studien har inte tagit hänsyn till sådana avvikelser.

En del data i studien är hämtad ifrån fritextdelen av årsredovisningen och inte från de finansiella rapporterna. Det är möjligt att den informationen inte är lika hårt granskad som rapporterna och därför inte är lika jämförbar mellan företagen.

Studiens reliabilitet är vidare beroende av att de data som studien bygger på inte är felaktiga, det vill säga att rätt information har hämtats ur rapporterna. Om inga sådana felaktigheter är gjorda borde sannolikt samma data samlats in om studien återupprepades. Vad gäller analysvariablerna som ställdes upp skulle en annan undersökare eventuellt inte välja eller fästa vikt vid samma variabler. I analysen finns det också en del utrymme för tolkning av data och författarnas egna förutfattade meningar kan ha spelat en roll i hur analysen tog form.

En begränsning i studien är att den endast bygger på tillgänglig information från företagens årsredovisningar.

Vid explorativa undersökningar använder man sig ofta av flera tillvägagångssätt när man samlar in data för att få fram nyanserad kunskap på området (Patel & Davidsson, 2003). Studien ger därför inte på något sätt en heltäckande bild av vad fastighetsföretagen gör.

Fastighetsföretagens årsredovisningar ser lite olika ut där inte alla uppgifter finns med i alla rapporter. Det är även därför något begränsat vilken information som har kunnat jämföras företagen emellan och därmed blivit lite styrt vilka variabler som har studerats.

Vidare är syftet med studien inte att generalisera utan att beskriva hur några specifika fastighetsföretag ser ut och agerar.

Eftersom studien endast bygger på sekundärdata är det svårt att analysera studiens reliabilitet och validitet vidare.

4 Empiri

I empirikapitlet presenteras insamlad data om företagen. Kapitlet inleds med en beskrivning av varje studerat företag samt data kring det. Vidare jämförs företagen med varandra i främst grafisk form.

4.1 Individuell presentation

Nedan presenteras de studerade företagen. Det som presenteras är ett citat för att fastställa den avsedda affärsidén, en kort presentation av varje företag samt vad de skriver själva om hur de värderar sina fastigheter. Sist presenteras företagets balansräkning samt hur deras fastighetsbestånd är fördelat.

4.1.1 Castellum

Castellum skriver såhär om sin affärsidé:

“Castellums affärsidé är att utveckla och förädla fastighetsbeståndet med inriktning på bästa möjliga resultat-och värdetillväxt genom att med en stark och tydlig närvaro i fem svenska tillväxtregioner erbjuda lokaler anpassade till kundernas behov.”(Castellum årsredovisning 2009 s. 6)

Castellum bildades som ett resultat av den svenska finanskrisen i början av 90-talet. (Bengtsson & Polesie, 1998). Castellum bedriver verksamhet på 15 orter i regionerna: Storgöteborg, Öresundsområdet, Storstockholm, Mälardalen och Östra Götaland. Fastighetsbeståndet består huvudsakligen av lokaler för kontor och butik men även för industri, logistik och lager. Fastigheternas totala yta uppgår till 3199 tusen kvadratmeter och man har en uthyrningsgrad på 84,8%. Snitthyran per kvadratmeter är 969 kr. Direktavkastningskravet ligger i intervallet 5,7-10,1% (Castellum årsredovisning, 2009).

Castellum värderar sina fastigheter enligt kassaflödesmodellen.

“En tillgångs värde utgörs enligt vedertagen teori av det diskonterade nuvärdet av de framtida kassaflöden som tillgången förväntas generera.”(Castellum årsredovisning 2009, s.95)

Tillgångar	Eget Kapital och Skulder
Förvaltningsfastigheter:	Skulder:
29267 Mkr	19784 Mkr
Totala tillgångar:	Eget kapital:
29476 Mkr	9692 Mkr

Fördelningen av Castellums fastighetsbestånd på olika fastighetstyper:

Handel	Kontor	Industri	Publikt	Bostäder	Övrigt
10%	29%	48%	0%	1%	2%

4.1.2 Klöver

Klövern skriver såhär om sin affärsidé:

“Klövern är ett fastighetsbolag som med närhet och engagemang möter kundens behov av lokaler och tjänster i svenska tillväxtregioner.”(Klövern årsredovisning 2009 s1)

Klövern knoppades av från IT-bolaget Adcore år 2002. Man noterades år 2003 och har numer verksamhet på 10 orter. Man har en blandning av handel, industri och kontorslokaler. Man förvaltar fastigheter med en total uthyrningsbar yta på 1 392 tusen kvadratmeter, man har en uthyrningsgrad på 89%. Direktavkastningskravet på fastigheterna är i genomsnitt 7,2% och snitthyran per kvadratmeter är 1066 kr (Klövern årsredovisning 2009).

Klövern värderar sina fastigheter till verkligt värde i balansräkningen, man skriver så här om sin värderingsmodell:

“Värderingarna är avkastningsbaserade enligt kassaflödesmetoden, vilket innebär att framtida kassaflöden prognostiseras. Fastigheternas avkastnings- nivå har bedömts utifrån unik risk samt gjorda transaktioner på respektive ort enligt ortsprismetoden.”(Klövern årsredovisning 2009 s24)

Tillgångar	Eget Kapital och Skulder
Förvaltningsfastigheter:	Skulder:
12 032 Mkr	8 456 Mkr
Totala tillgångar:	Eget kapital:
12 567 Mkr	4 111 Mkr

Fördelningen av Klöverns fastighetsbestånd på olika fastighetstyper:

Handel	Kontor	Industri	Publikt	Bostäder	Övrigt
11%	54%	20%	15%	0%	0%

4.1.3 Hufvudstaden

Så här skriver Hufvudstaden om sin affärsidé:

“Hufvudstadens affärsidé är att i egna fastigheter i centrala Stockholm och centrala Göteborg erbjuda framgångsrika företag högkvalitativa kontors- och butikslokaler på attraktiva marknadsplatser.”(Hufvudstaden årsredovisning 2009, s. 5)

Hufvudstaden grundades 1915. Deras verksamhet består i förvaltning och förädling av egna kommersiella fastigheter. De är ett av de mest specialiserade och geografiskt koncentrerade fastighetsbolagen i Sverige. Total uthyrningsbar yta uppgår till 354 tusen kvadratmeter och den genomsnittliga hyran per kvadratmeter är 3859 kr. Uthyrningsgraden är 93,8% och avkastningskravet 5,3% (Hufvudstaden årsredovisning, 2009).

Hufvudstaden värderar sina fastigheter enligt ortprismetod.

“Värdering av fastighetsbeståndet har skett genom att varje enskild fastighets verkliga värde bedömts. Bedömningen har gjorts genom tillämpning av värdering enligt en variant av ortsprismetoden som kallas för nettokapitaliseringsmetoden. Metoden innebär att marknadens avkastningskrav sätts i relation till fastigheternas driftsnetto.”(Hufvudstaden årsredovisning 2009, s. 76)

Tillgångar	Eget Kapital och Skulder
Förvaltningsfastigheter:	Skulder:

18125 Mkr	8375 Mkr
Totala tillgångar:	Eget kapital:
18600 Mkr	10225 Mkr

Fördelningen av Hufvudstadens fastighetsbestånd på olika fastighetstyper:

Handel	Kontor	Industri	Publikt	Bostäder	Övrigt
47%	45%	0%	0%	0%	8%

4.1.4 Atrium-Ljungberg

Atrium skriver såhär om sin affärsidé:

“Genom långsiktigt ägande, utveckling och förvaltning erbjuder vi våra kunder attraktiva handels-, kontors- och helhetsmiljöer på starka delmarknader. Med egen kompetens och helhetsperspektiv adderar vi mervärde för våra kunder och samarbetspartners, och skapar värdetillväxt i bolaget.”(Atrium årsredovisning 2009, s4)

Atrium Ljungberg AB är noterat på Stockholmsbörsen sedan 1994. De har fokus på handels- och kontorsfastigheter, främst köpcentrum i anslutning till storstäder. Verksamheten är fokuserad kring Stockholm, Malmö och Uppsala men man finns även i Östersund, Västerås och Halmstad. Den uthyrningsbara ytan uppgår till 808 tusen kvadratmeter och man har en uthyrningsgrad på 93%. Det genomsnittliga direktavkastningskravet på fastigheterna uppgår till 5,9% (Atrium årsredovisning, 2009).

“Avkastningskravet fastställs enligt ortsprismetoden, vilket innebär att information inhämtas från genomförda likvärdiga transaktioner på likvärdiga marknader. avkastningskravet används för att fastställa värdet genom en nuvärdesberäkning under den sk kalkylperioden samt genom en nuvärdesberäkning av restvärdet vid kalkylperiodens slut. “(Atrium årsredovisning 2009, s104)

Tillgångar	Eget Kapital och Skulder
Förvaltningsfastigheter:	Skulder:
18 616 Mkr	11 417 Mkr
Totala tillgångar:	Eget kapital:
19 838 Mkr	9 692 Mkr

Fördelningen av Atriums fastighetsbestånd på olika fastighetstyper:

Handel	Kontor	Industri	Publikt	Bostäder	Övrigt
53%	31%	0%	0%	4%	14%

4.1.5 Fabege

Fabege skriver såhär om sin affärsidé:

“Fabeges verksamhet är inriktad på kommersiella fastigheter i stockholmsregionen[sic], med fokus på ett begränsat antal delmarknader med hög tillväxt. Fabege ska skapa värde genom förvaltning, förädling och aktivt arbete med fastighetsportföljen, med såväl försäljningar som förvärv. Upparbetade värden ska realiseras vid rätt tidpunkt.”(Fabege årsredovisning 2009, s. 6)

Fabege erbjuder främst lokaler för kontor men även för butiker och andra verksamheter. Fastigheternas totala yta uppgår till 1400 tusen kvadratmeter och den genomsnittliga hyran per kvadratmeter är 1548 kr. Uthyrningsgraden är 90% och avkastningskravet 6% (Fabege årsredovisning, 2009).

Så här skriver Fabege om sin värdering av fastigheterna:

”Fastighetsvärderingen baseras på kassaflödesanalyser, där driftsöverskotten nuvärdesberäknas under en femårig kalkylperiod, och restvärdet på fastigheten vid kalkylperiodens slut.” (Fabege årsredovisning 2009, s. 60)

Tillgångar	Eget Kapital och Skulder
Förvaltningsfastigheter:	Skulder:
29193 Mkr	20723 Mkr
Totala tillgångar:	Eget kapital:
30692 Mkr	9969 Mkr

Fördelningen av Fabege fastighetsbestånd på olika fastighetstyper:

Handel	Kontor	Industri	Publikt	Bostäder	Övrigt
8%	77%	6%	0%	4%	5%

4.1.6 Kungsleden

Kungsleden skriver så här om sin affärsidé:

“Kungsleden ska äga och förvalta fastigheter med långsiktigt hög och stabil avkastning.” (Kungsleden årsredovisning 2009, s7)

Kungsleden är ett företag med stor geografisk spridning, man har verksamhet i 130 kommuner i Sverige samt 19 fastigheter i Tyskland. Man har även en verksamhet med modulbyggnader. Kungsleden har en total uthyrningsbar yta på 2 684 tusen kvadratmeter och man har en uthyrningsgrad på 93,2%. Det genomsnittliga direktavkastningskravet på fastigheterna uppgår till 7% (Kungsleden årsredovisning, 2009).

“Kungsleden tillämpar en värderingsmetod som i grunden är en variant av ortprismetoden. Tillämpade avkastningskrav har bestämts utifrån Kungsledens kunskap om genomförda affärer i de marknader där Kungsleden är verksam och budgivningar där Kungsleden deltagit. För den interna värderingen används en nuvärdesberäkning med en prognosperiod på fem år. De fastigheter som är avsedda för uthyrning värderas genom en nuvärdesberäkning av fastigheternas beräknade kassaflöde under prognosperioden samt nuvärdet av marknadsvärdet vid kalkylperiodens slut, det så kallade restvärdet.” (Kungsleden årsredovisning 2009, s26)

Tillgångar	Eget Kapital och Skulder
Förvaltningsfastigheter:	Skulder:
21 842 Mkr	17 129 Mkr
Totala tillgångar:	Eget kapital:
24 208 Mkr	7 079 Mkr

Fördelningen av Kungsleden fastighetsbestånd på olika fastighetstyper:

Handel	Kontor	Industri	Publikt	Bostäder	Övrigt

9%	10%	26%	43%	0%	8%
----	-----	-----	-----	----	----

4.1.7 Bostadsbolaget

Bostadsbolaget skriver så här om sin affärsidé:

”Bostadsbolaget erbjuder bostäder och lokaler i ett attraktivt fastighetsbestånd med marknadsmässig och konkurrenskraftig hyressättning. Vi gör detta genom att bedriva en professionell och kundnära fastighetsförvaltning. Vår styrka är kvalitet, service och trygghet. Företagets och fastigheternas utveckling säkerställs genom en långsiktigt god ekonomi och en målmedveten kompetensutveckling av personalen.” (Bostadsbolaget årsredovisning 2009, s.4)

Bostadsbolaget är ett allmännyttigt bolag med verksamhet i Göteborg. Bostadsbolagets uthyrningsbara yta uppgår till 1500 tusen kvadratmeter och de har en uthyrningsgrad på 89,7% på det kommersiella beståndet som dock bara utgör 8% av det totala beståndet. (Bostadsbolaget årsredovisning, 2009).

”Bolagets fastighetsbestånd internvärderas årligen och interna avkastningsvärden fastställs. Värderingsmetoden bygger på varje fastighets förväntade kassaflöde under tio år samt ett beräknat restvärde för år elva. Till detta kommer ett beräknat nuvärde av eventuella räntebidrag.” (Bostadsbolaget årsredovisning 2009, s. 61)

Tillgångar	Eget Kapital och Skulder
Förvaltningsfastigheter:	Skulder:
15201Mkr	5750 Mkr
Totala tillgångar:	Eget kapital:
15635 Mkr	9885 Mkr

Fördelningen av Bostadsbolagets fastighetsbestånd på olika fastighetstyper:

Handel	Kontor	Industri	Publikt	Bostäder	Övrigt
0%	0%	0%	0%	92%	8%

4.1.8 Stena Fastigheter

Stena Fastigheter skriver så här om sin affärsidé:

*”Stena Fastigheters affärsidé är att med hyresrätten som bärande upplåtelseform långsiktigt utveckla utveckla[*sic*] attraktiva bostäder och lokaler i svenska tillväxtregioner. Stena fastigheters vision är att alltid vara hyresgästens första val och Sveriges ledande fastighetsbolag.” (Stena Fastigheter årsredovisning 2009, s.2)*

Stena Fastigheter är en del av Stena-koncernen som är ett företag som har flera affärsområden förutom fastigheter, bland annat sjöfart och återvinning. Stena Fastigheter har verksamhet på sex orter och har främst fokus på hyresrätter med privatbostäder. Den totala uthyrningsbara ytan uppgår till 1 915 tusen kvadratmeter och man har en uthyrningsgrad på 97%. Man har inte angett något direktavkastningskrav i årsredovisningen (Stena Fastigheter årsredovisning, 2009).

”Den interna värderingen har utförts med en traditionell direktavkastningsmetod, där indata för det normaliserade driftsnettot baserats på historik, prognos, statistik och erfarenhet. Det marknadsmässiga avkastningskrav som används har bedömts utifrån varje enskild fastighets läge och fastighetstyp.” (Stena Fastigheter årsredovisning 2009, s. 23)

Tillgångar	Eget Kapital och Skulder
Förvaltningsfastigheter:	Skulder:
20 019 Mkr	12 048 Mkr
Totala tillgångar:	Eget kapital:
20 430 Mkr	8 382 Mkr

Fördelningen av Stena Fastigheters fastighetsbestånd på olika fastighetstyper:

Handel	Kontor	Industri	Publikt	Bostäder	Övrigt
0%	0%	0%	0%	79%	21%

4.1.9 Wallenstam

Wallenstam skriver så här om sin affärsidé:

“Att köpa, bygga, utveckla samt sälja fastigheter i utvalda storstadsregioner med långsiktig hållbarhet för människor och företag.”(Wallenstam årsredovisning 2009, s. 6)

Wallenstam grundades 1944, de har fokus på bostadsfastigheter i Göteborg, Helsingborg och Stockholm samt kommersiella fastigheter i centrala Göteborg. Man har även 11 vindkraftverk. Den totala uthyrningsbara ytan är 1 217 tusen kvadratmeter och uthyrningsgraden uppgår till 95%. Det genomsnittliga direktavkastningskravet på fastigheterna är 5,3%(Wallenstam årsredovisning, 2009).

“Värderingen görs enligt en avkastningsvärdering, vilket innebär att varje enskild fastighets driftnetto divideras med avkastningskravet för den aktuella fastigheten. Olika avkastningskrav har använts för olika marknader och för olika typer av fastigheter.” (Wallenstam årsredovisning 2009, s 83)

Tillgångar	Eget Kapital och Skulder
Förvaltningsfastigheter:	Skulder:
20728 Mkr	14400 Mkr
Totala tillgångar:	Eget kapital:
22854 Mkr	8454 Mkr

Fördelningen av Wallenstams fastighetsbestånd på olika fastighetstyper:

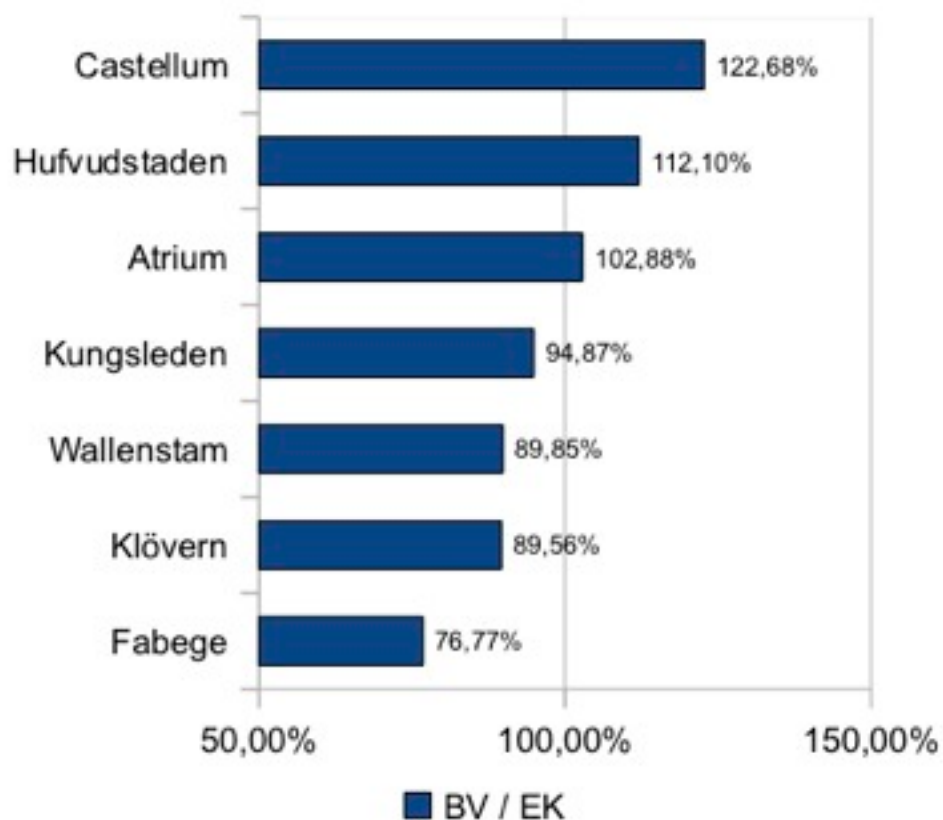
Handel	Kontor	Industri	Publikt	Bostäder	Övrigt
13%	24%	3%	4%	50%	6%

4.2 Underlag

Nedan jämförs företagen med utgångspunkt i det insamlade data. Data kommer från årsredovisningarna för 2009 om inget annat anges.

4.2.1 Börsvärde genom Eget kapital

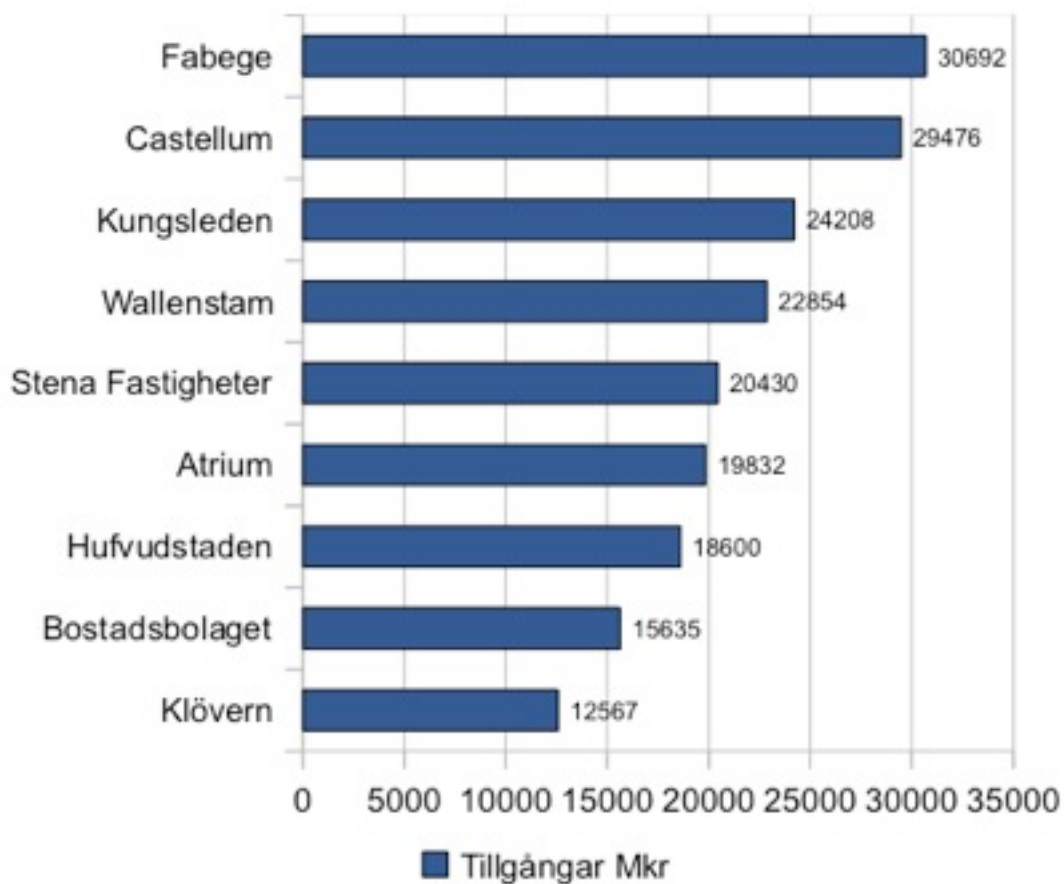
För att få en uppfattning om hur andra har tolkat siffrorna i årsredovisningen presenteras här alla de börsnoterade företagens börsvärde dividerat med eget kapital. Man får då en uppfattning om huruvida marknadens aktörer anser att balansräkningen avspeglar tillgångarna på ett tillförlitligt sätt.



Figur 4: Börsvärde genom eget kapital

4.2.2 Tillgångar

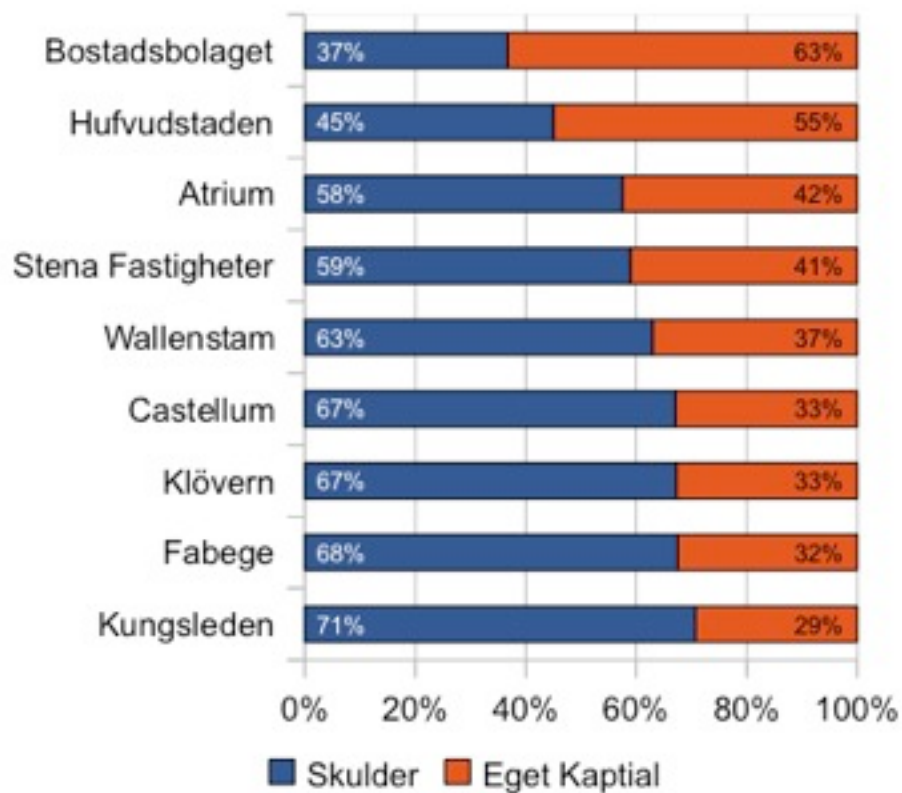
Här presenteras bolagens totala tillgångar, enheten är miljoner kronor. Siffrorna kommer ifrån balansräkningarna. För Bostadsbolaget och Stena Fastigheter har tillgångarna räknats om till verkligt värde, för de noterade bolagen används värden direkt från balansräkningen. Enheten är miljoner kronor.



Figur 5: Tillgångar

4.2.3 Kapitalstruktur

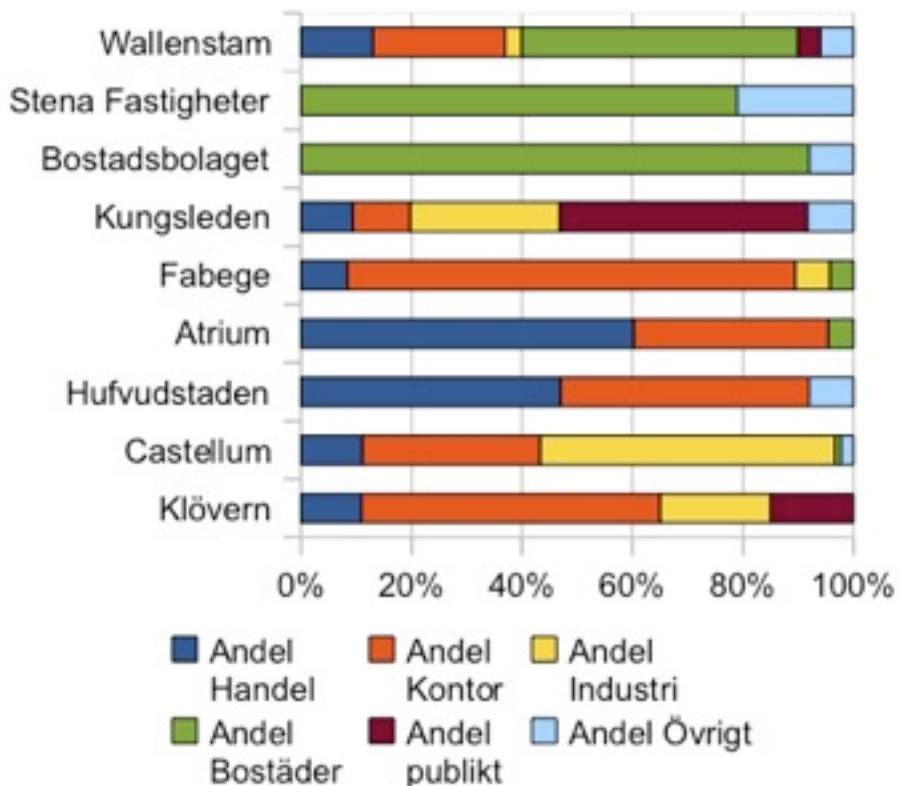
Här ställs företagens andelar av skulder och eget kapital upp så att man får en bild av hur soliditeten skiljer sig. För Bostadsbolaget och Stena Fastigheter har eget kapital räknats om till verkligt värde, för de noterade bolagen används värden från balansräkningen.



Figur 6: Kapitalstruktur

4.2.4 Fördelning av fastighetstyp

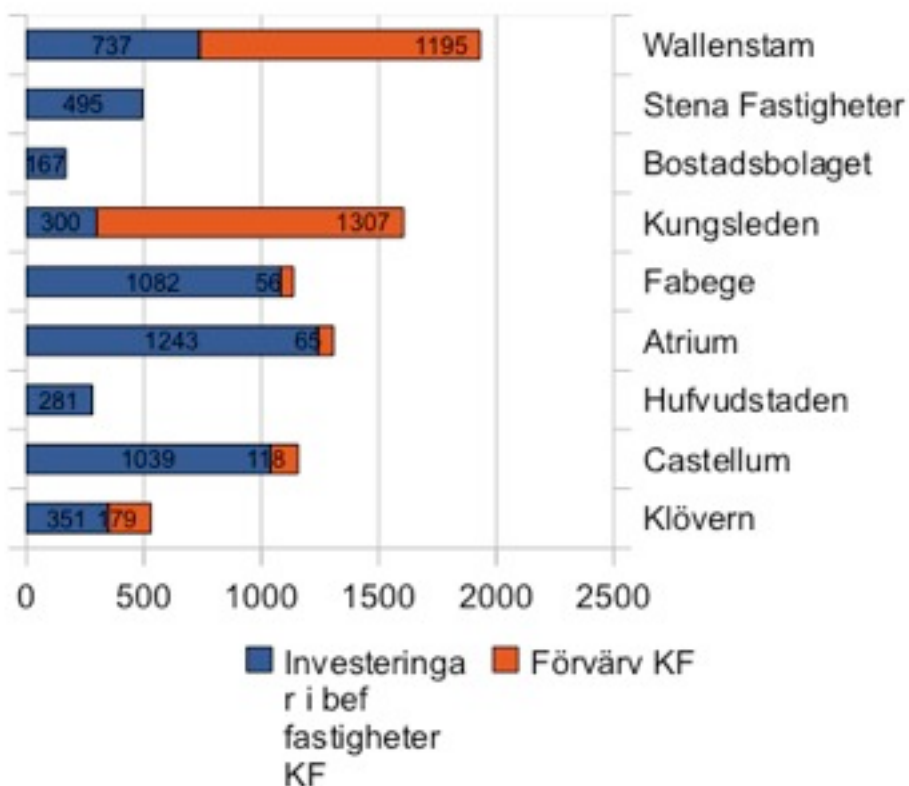
Här presenteras fördelningen av fastighetstyper för de olika företagen. Fördelningen är baserad på hyra i alla fall förutom Castellum och Stena Fastigheter som enbart anger fördelning baserad på yta. Siffrorna för Castellum och Stena Fastigheter är därför inte direkt jämförbara med de andra.



Figur 7: Fördelning av fastighetstyp

4.2.5 Investeringar i fastigheter

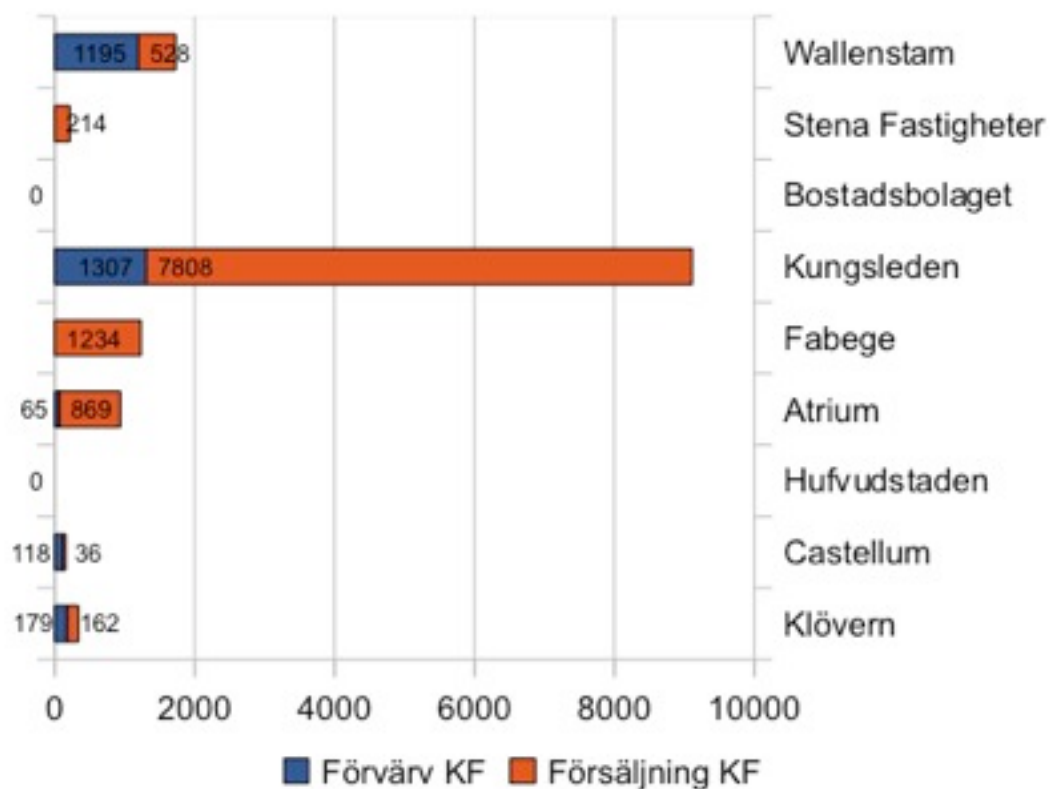
Här visas förvärv av fastigheter samt investeringar i befintliga fastigheter. Siffrorna kommer ur respektive företags kassaflödesanalys. Stena fastigheter anger inte förvärv samt investeringar i befintligt bestånd separat utan ger en siffra på 495 Mkr för både investeringar i nya och befintliga fastigheter. Enheten är miljoner kronor.



Figur 8: Investeringar i fastigheter

4.2.6 Omsättning av fastigheter

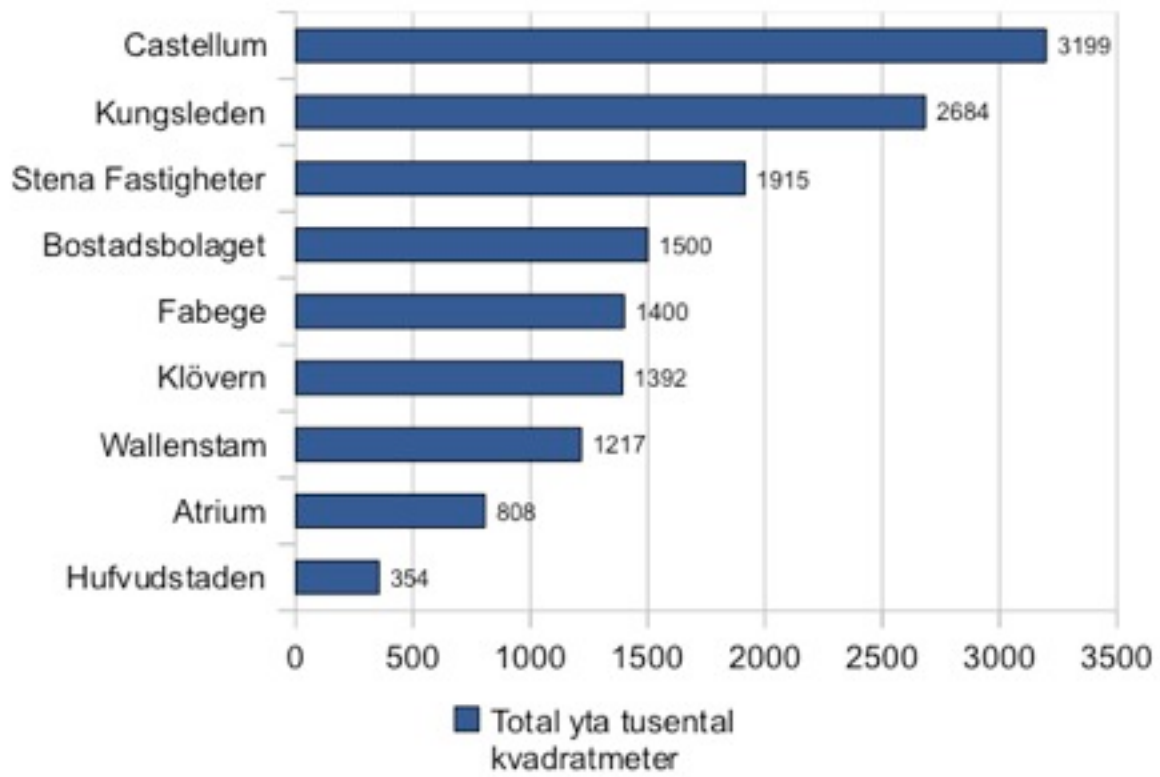
Här visas anskaffning och försäljning av fastigheter i miljoner kronor. Siffrorna kommer ur respektive företags kassaflödesanalys. Stena fastigheter anger inte förvärv samt investeringar i befintligt bestånd separat utan ger en siffra på 495 miljoner kronor för både investeringar i nya och befintliga fastigheter.



Figur 9: Omsättning av fastigheter

4.2.7 Uthyrningsbar yta

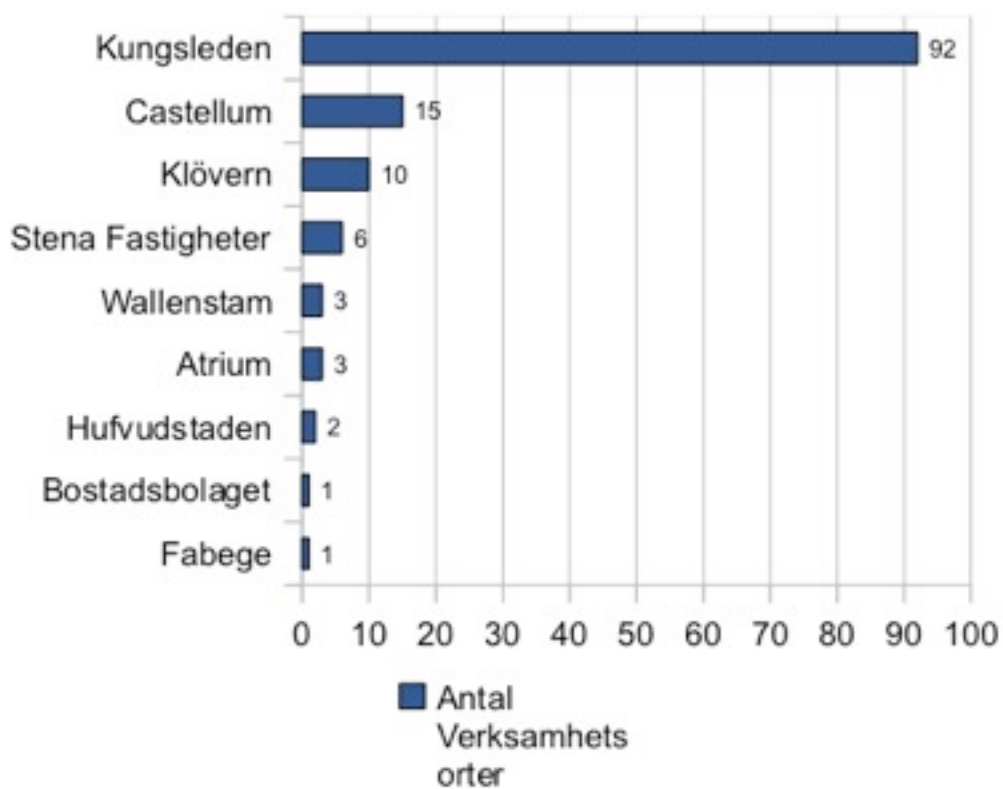
Här presenteras alla företagens totala uthyrningsbara yta, enheten är tusental kvadratmeter.



Figur 10: Uthyrningsbar yta

4.2.8 Verksamhetsorter

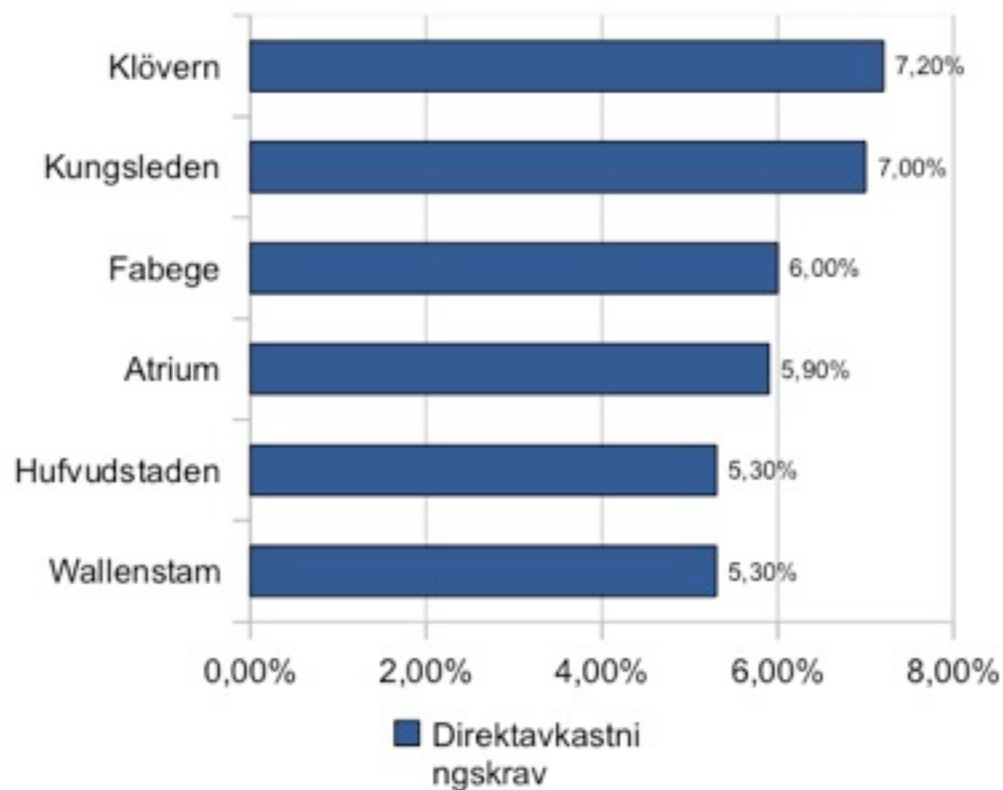
Här presenteras hur många orter man anger att man har sin huvudsakliga verksamhet på. Kungsleden anger inget tal för orter utan de anger 130 kommuner, talet 92 kommer ifrån noterna och är antalet orter där man äger fastigheter. De olika företagen kan definiera huvudsakliga verksamhet på olika sätt och därför kan det finnas svårigheter med att jämföra siffrorna.



Figur 11: Verksamhetsorter

4.2.9 Direktavkastningskrav

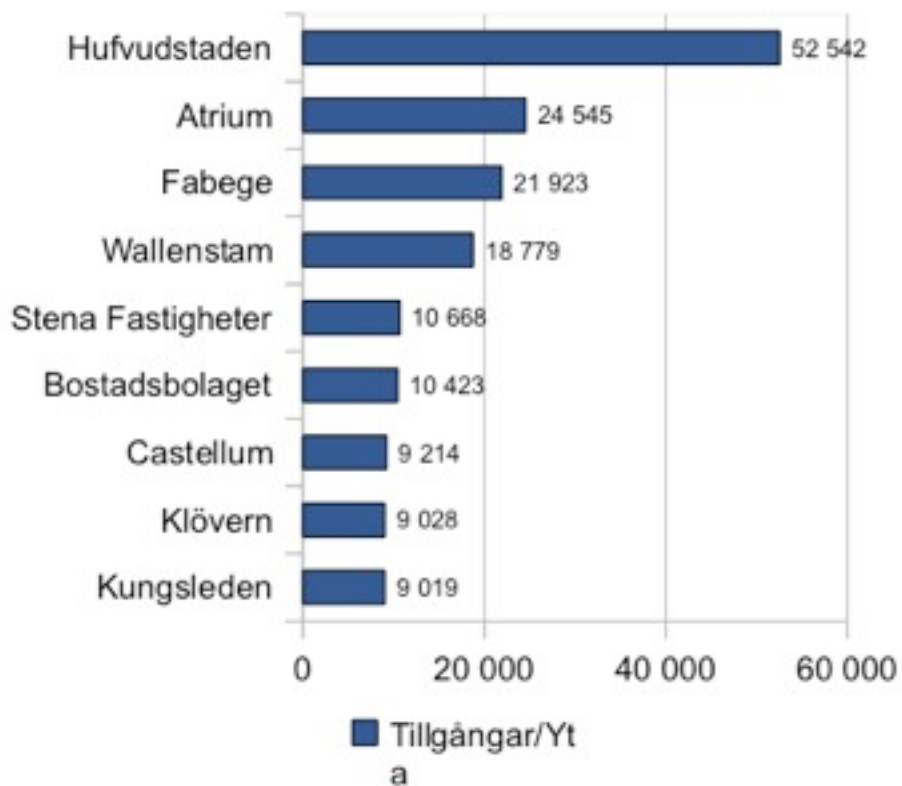
Castellum anger inget genomsnittligt direktavkastningskrav på sina fastigheter utan anger ett intervall på 5,7-10,1%. Övriga börsnoterade bolag anger ett genomsnittligt avkastningskrav.



Figur 12: Direktavkastningskrav

4.2.10 Värde per kvadratmeter

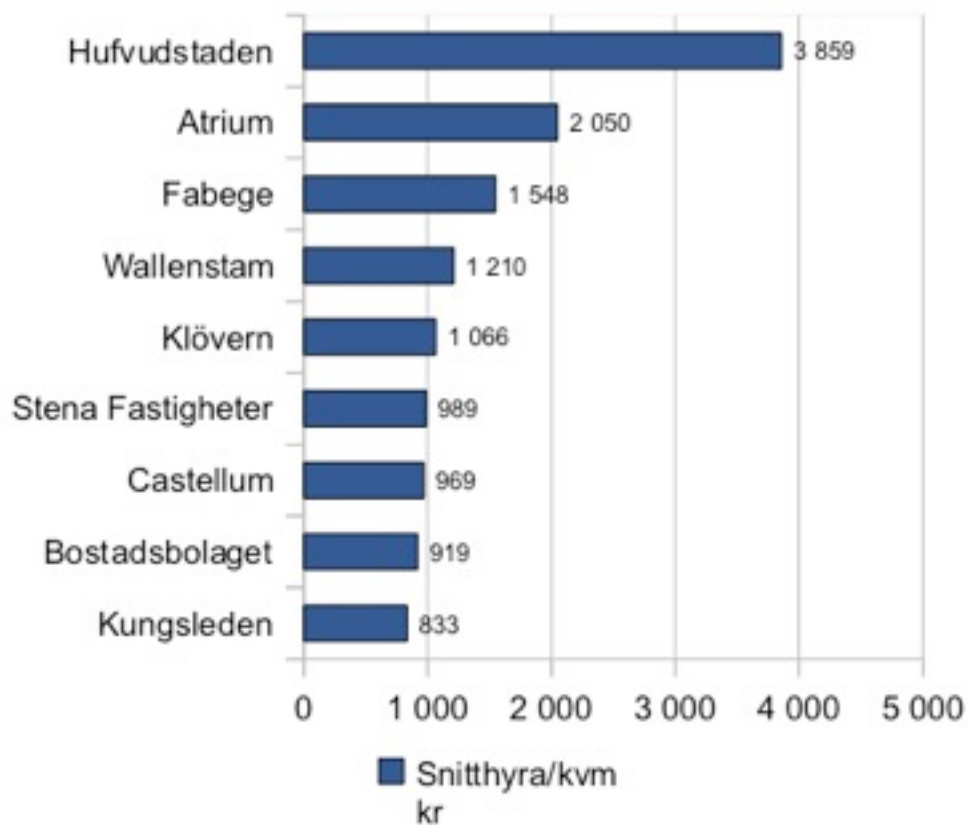
Här jämförs alla bolagens tillgångar dividerat på antalet uthyrningsbara kvadratmeter. Enheten är kronor per kvadratmeter. För Bostadsbolaget och Stena Fastigheter har tillgångarna räknats om till verkligt värde, för de noterade bolagen används värden från balansräkningen.



Figur 13: Värde per kvadratmeter

4.2.11 Hyresintäkter per kvadratmeter

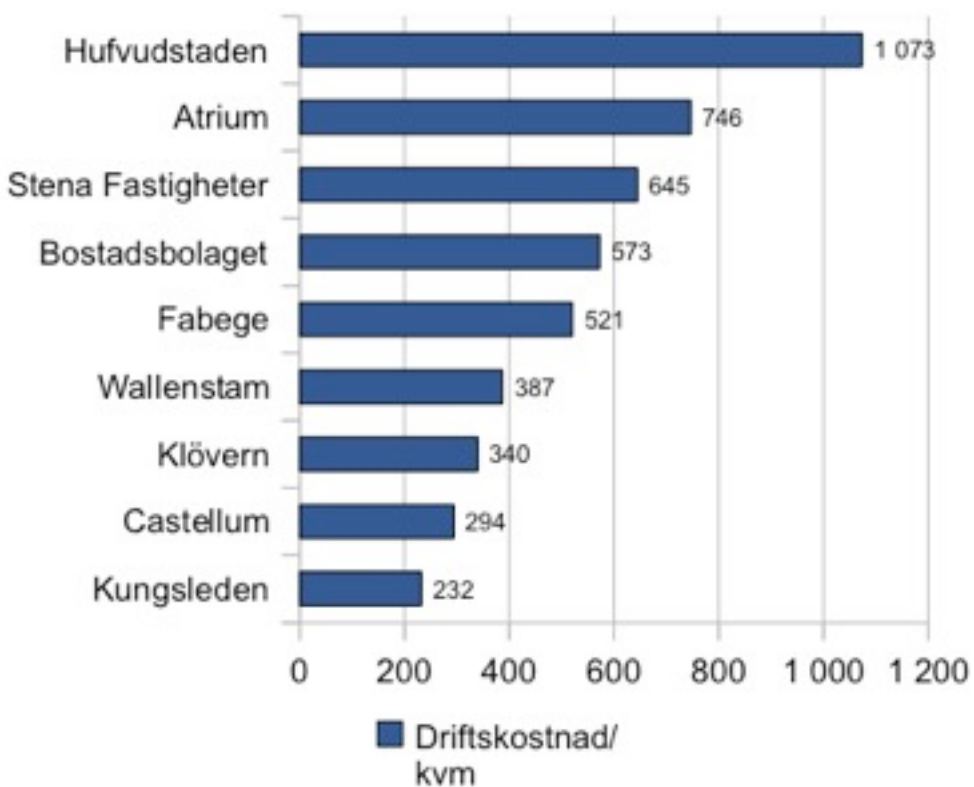
Här presenteras de genomsnittliga hyresintäkterna för varje företag dividerat med antalet uthyrningsbara kvadratmeter. Enheten är kronor per kvadratmeter.



Figur 14: Hyresintäkter per kvadratmeter

4.2.12 Driftskostnader per kvadratmeter

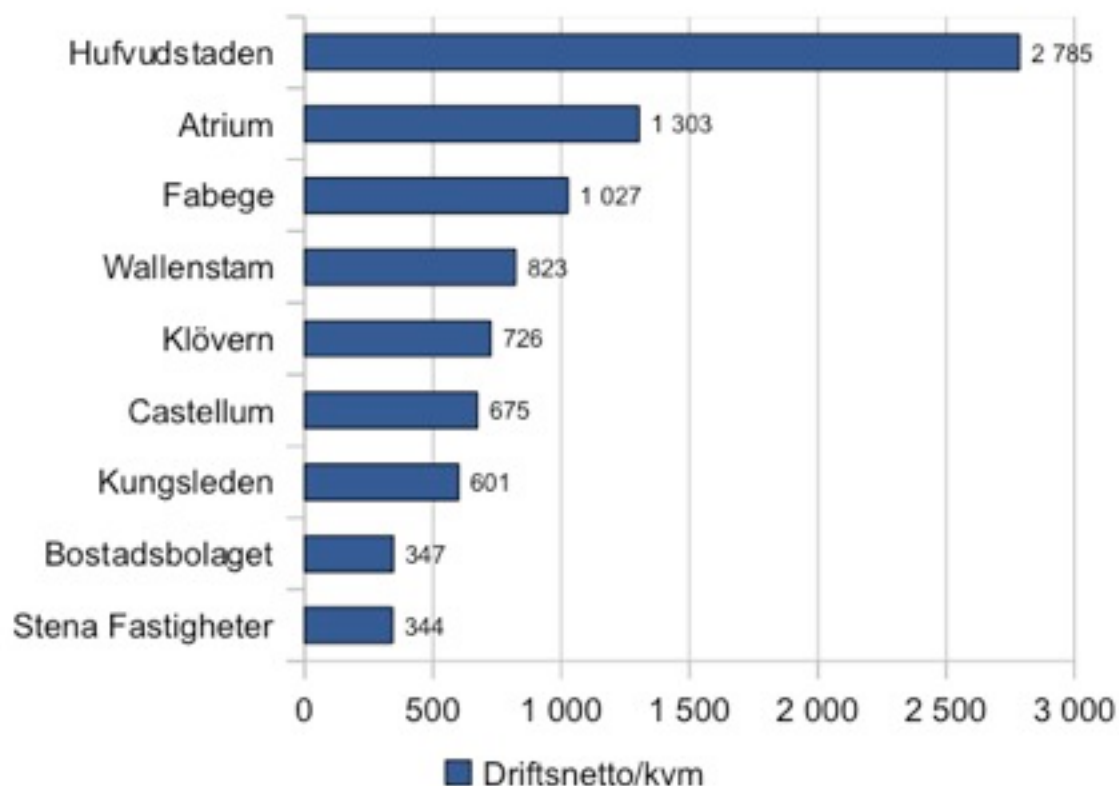
Här presenteras de genomsnittliga driftskostnaderna för varje företag delat på antalet uthyrningsbara kvadratmeter. Enheten är kronor per kvadratmeter.



Figur 15: Driftskostnader per kvadratmeter

4.2.13 Driftsnetto per kvadratmeter

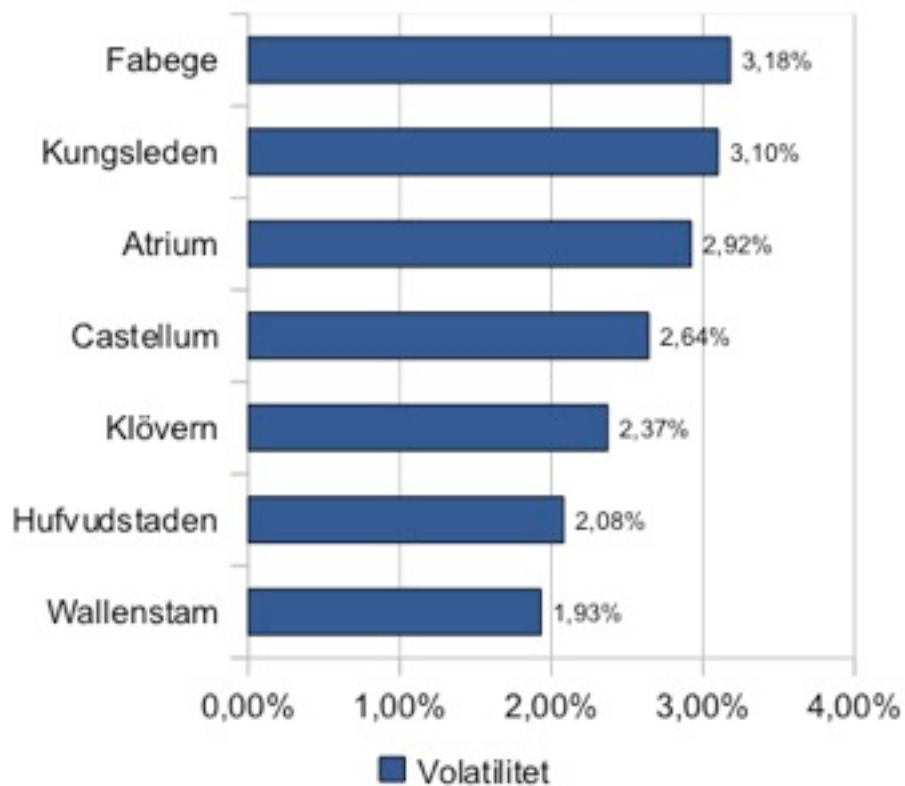
Här presenteras driftsnettot per kvadratmeter. Det fås genom att dra av driftskostnaderna ifrån hyresintäkterna. Driftsnettot skall sedan användas för att betala central administration samt räntekostnader och förhoppningsvis också räcka till en vinst. Enheten är kronor per kvadratmeter.



Figur 16: Driftsnetto per kvadratmeter

4.2.14 Aktiens volatilitet

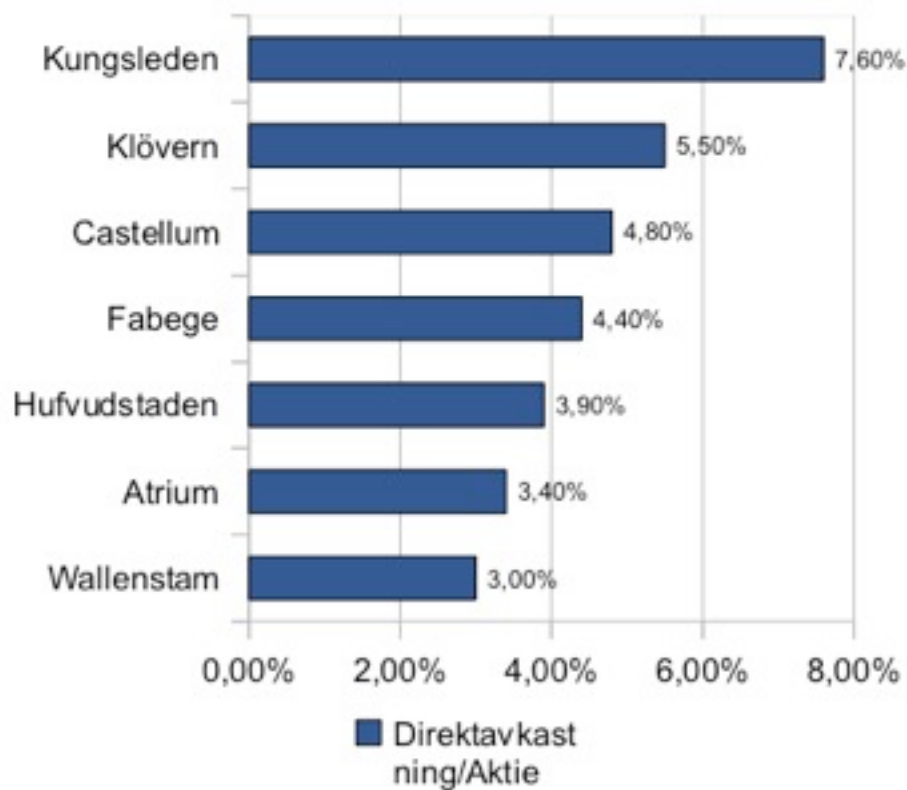
Volatiliteten är standardavvikelsen av den procentuella kursrörelsen varje handelsdag under 2009.



Figur 17: Aktiens volatilitet

4.2.15 Aktiens direktavkastning

Direktavkastningen är stängningskurs sista handelsdagen 2009 dividerat med 2009 års föreslagna utdelning.



Figur 18: Aktiens direktavkastning

5 Analys

I följande kapitel analyseras tidigare redovisad data med kommentarer gjorda utifrån den teoretiska referensramen. Kapitlet syftar till att tydliggöra skillnader som kan anses vara av vikt och därefter leda till ett underlag för ett antal möjliga frågeställningar som redogörs för i nästa kapitel.

5.1 Jämförande data

5.1.1 Börsvärde genom Eget kapital

Sorterar man företagen efter börsvärde istället för bokförda tillgångar så blir resultatet det samma förutom att Fabege minskar och inte längre är det största bolaget, det är istället Castellum som ökar i storlek. Fabege, Kungsleden, Wallenstam och Klöveren har alla lägre börsvärde än bokfört eget kapital och Castellum, Hufvudstaden och Atrium har högre börsvärde än bokfört eget kapital.

Fabege har störst avvikelse, följt av Castellum, de går dock åt olika håll. Atrium är det företag vars börsvärde mest liknar det egna kapitalet.

Värt att notera är att marknadsvärdet avspeglar sista handelsdagen år 2009 och då hade inte marknadsaktörerna tillgång till årsredovisningarna för 2009. (Se figur 5)

5.1.2 Tillgångar

Tillgångarna för det största företaget, Fabege, är mer än dubbelt så stora som det minsta, Klöveren. Fördelningen i tillgångar är ganska jämn. (Se figur 5)

5.1.3 Kapitalstruktur

Även här är fördelningen jämn mellan företagen. Extremerna är Bostadsbolaget och Kungsleden. Enbart Bostadsbolaget och Hufvudstaden har mer eget kapital än skulder. (Se figur 6)

5.1.4 Fördelning av fastighetstyp

Här finns det betydande skillnader mellan företagen. Alla företagen har mer än 40% i en enskild typ av fastighet. Hufvudstaden har mer än 40% i två typer, kontor och handelsfastigheter. Bostadsbolaget är mest specialiserat med 92% bostäder. Av de börsnoterade företagen är Fabege mest specialiserat på en enskild typ med 77% kontorsfastigheter.

Castellum och Stena Fastigheters andelar är baserade på uthyrningsbar yta medan de andra är baserade på andelar av hyresintäkter. Det är därför möjligt att Castellum hade varit det enda studerade bolaget med mindre än 40% i någon verksamhet om de också hade redovisat andel av hyresintäkt. Detta beror på att de har 48% industrifastigheter som skulle kunna ha lägre hyresintäkter per kvadratmeter och därför utgöra en mindre andel av de totala hyresintäkterna. (Se figur 7)

5.1.5 Investeringar i fastigheter

Det finns skillnader i hur mycket man har investerat i fastigheter under 2009. Även naturen av investeringarna skiljer sig markant åt.

Wallenstam är det företag som har investerat mest i förvärv samt befintliga fastigheter sammantaget. Kungsleden är det företag som investerat mest i förvärv och Atrium är det företag som investerat mest i befintliga fastigheter.

De flesta företagen har investerat mycket mer i sina befintliga fastigheter än i förvärv av fastigheter. Förutom Wallenstam och Kungsleden är det bara Klöver med 179 Mkr som lagt mer än 100 Mkr på förvärv medan Wallenstam och Kungsleden har över 1 miljard vardera i förvärv.

Wallenstam och Kungsleden har investerat mer i förvärv än i sina befintliga fastigheter.

Hufvudstaden och Bostadsbolaget har inte gjort några betydande förvärv alls under 2009. (Se figur 8)

5.1.6 Omsättning av fastigheter

Kungsleden har störst omsättning av fastigheter med stor marginal, Wallenstam har näst högst omsättning.

Wallenstam, Klöver och Castellum har nettoköpt fastigheter medan Kungsleden, Fabege och Atrium har nettosålt. (Se figur 9)

5.1.7 Uthyrningsbar yta

Skillnaderna i uthyrningsbar yta är stora. Castellum som är har mest uthyrningsbar yta har 9 gånger så stor yta som det företaget med minst yta, Hufvudstaden. Hufvudstaden har mindre än hälften av ytan hos det näst minsta, Atrium som i sin tur har betydligt mindre yta än Wallenstam. (Se figur 10)

5.1.8 Verksamhetsorter

Kungsleden är det företag med klart störst spridning över landet, även om siffrorna kanske inte visar exakt samma sak så speglar de ett mönster för vad företagen själva anser om hur spridda de är. Nästan alla företagen anger att de har fokus på färre än 10 orter och de flesta har 3 eller färre. (Se figur 11)

5.1.9 Direktavkastningskrav

Wallenstam anger i sin känslighetsanalys att 0,25% avvikelse i avkastningskrav skulle ge ändra värdet på beståndet med ca 1 miljard (Wallenstam årsredovisning, 2009). Det innebär att 0,25% förändring av avkastningskravet skulle förändra tillgångarna på 22 miljarder med ca 4%.

Skillnaden i avkastningskrav mellan Wallenstam och Hufvudstaden som har lägst och Klöver som har högst är 1,9%. Skulle alla ha samma avkastningskrav skulle det kunna leda till skillnader i värdet på beståndet på ca 30%. (Se figur 12)

5.1.10 Värde per kvadratmeter

Hufvudstaden står ut som det bolaget med högst värde per kvadratmeter med ett värde på 52 542kr per kvadratmeter. Atrium, Fabege och Wallenstam ligger i ett mellanläge med 24 545, 21 923 samt 18 779 respektive. De andra bolagen ligger väldigt nära varandra och har alla värden kring 10 000kr per kvadratmeter. (Se figur 13)

5.1.11 Hyresintäkter per kvadratmeter

Hyresintäkterna per kvadratmeter speglar i stort sätt värdet per kvadratmeter. Hufvudstaden har mycket högre intäkter än de andra och de fyra företagen med högst hyresintäkter kommer i samma ordning som i uppställningen av värde. Det är dock svårare att utröna några grupper på hyresintäkterna utan det verkar vara en spridning fast med stadigt ökande skillnader desto högre hyresintäkterna blir. (Se figur 14)

5.1.12 Driftskostnader per kvadratmeter

Driftskostnaderna speglar intäkterna i hög grad, fastigheter med höga hyresintäkter verkar också dras med högre driftskostnader och tvärtom. Dock är skillnaderna mellan företagen mindre på kostnadssidan än intäktssidan.

En annan skillnad är att Bostadsbolaget och Stena Fastigheter ligger högre relativt andra företag jämfört med hyresintäkterna. Detta kan bero på att de har en stor andel bostadsfastigheter och att den typen medför högre driftskostnader. Eller så kan det bero på att mottagaren för deras redovisning är en annan eftersom de inte är börsnoterade och att de därför är motiverade att kostnadsföra saker i högre grad och därmed får högre kostnader. Det är oklart utan fler och djupare studier. (Se figur 15)

5.1.13 Driftsnetto per kvadratmeter

Även här upprepar sig mönstret, de företagen med höga hyresintäkter har höga kostnader men får trots det ett högt driftsnetto. Hufvudstaden står återigen ut som företaget med högst driftsnetto medan Bostadsbolaget och Stena Fastigheter har ett förhållandevis lågt driftsnetto. Möjliga förklaringar till Bostadsbolagets och Stena Fastigheters till synes dåliga driftsnetto har tagits upp under rubriken ovan. (Se figur 16)

5.1.14 Aktiens volatilitet

Volatilitet är standardavvikelsen på aktiens prisförändringar. Det skiljer strax över en procentenhet på volatiliteten mellan Fabege som har högst volatilitet och Wallenstam som har lägst. Hög volatilitet kan tyda på att marknaden är osäker på hur företaget skall värderas. (Se figur 17)

5.1.15 Aktiens direktavkastning

Kungsleden har högst utdelning med marginal. Wallenstam har lägst. Direktavkastningen är det aktierelaterade nyckeltal som företaget direkt kan påverka, även om ändrad utdelning också påverkar kursen. (Se figur 18)

6 Slutsats och förslag till fortsatt forskning

I slutsatsen ges en återkoppling till den inledande frågeställningen och sedan en återkoppling till analysen med fokus på att försöka besvara den inledande frågeställningen. Kapitlet avslutas med några förslag till fortsatta studier.

6.1 Slutsatser

Frågeställningarna som uppsatsen bygger på är:
Vad gör ett antal av de stora svenska fastighetsföretagen?

Och vidare:

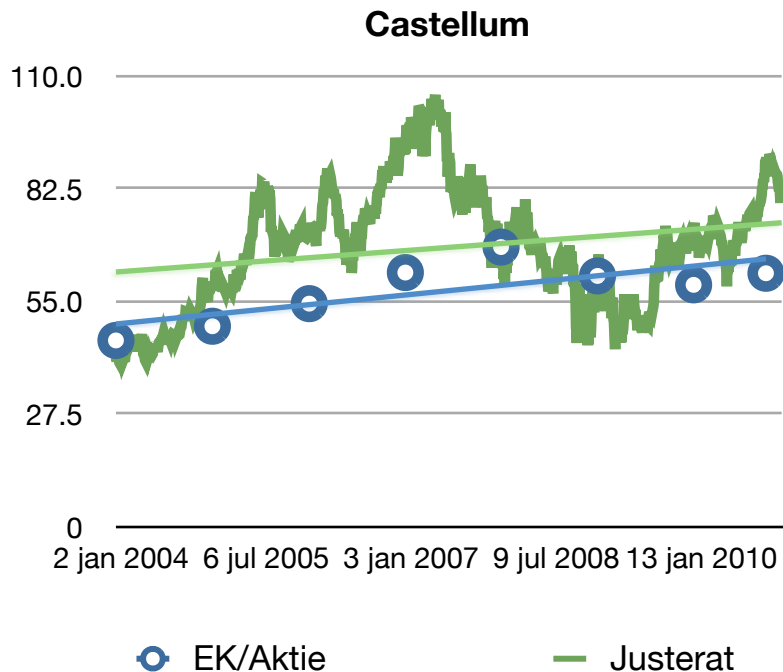
Hur kan man gå tillväga för att använda insamlad data i vidare studier för att beskriva företagen?

Den data som presenterats i empirikapitlet syftar till att ge en översikt av hur företagen har agerat under den studerade perioden och kan därmed ses som ett inledande försök att besvara den första frågan. Den explorativa metoden där man försöker att förutsättningslöst samla in data kan även fortsättningsvis användas för att ge klarhet i vad företagen gör.

Det har framkommit att det finns skillnader mellan eget kapital och börsvärde och en del av dessa skillnader kanske kan förklaras av data i underlaget som presenterats. Den data som presenterats i studien är offentlig och bör därför ha beaktats av marknaden, men marknaden tar förmodligen hänsyn till andra faktorer också. För att fortsätta på det spåret behöver man helst studera alla de noterade fastighetsföretagen samt använda ett längre tidsperspektiv. En forskningsfråga då skulle kunna vara:

Hur ser sambandet mellan de noterade fastighetsföretagens börsvärde och eget kapital ut mellan 2004 och 2010?

Man skulle kunna samla in data från en längre tidsperiod och ställa upp den grafiskt. Ett exempel på Castellums börsvärde och eget kapital från 2004 till kvartal 3 2010 visas nedan:



Figur 19: Exempel på uppställning av eget kapital och börsvärde

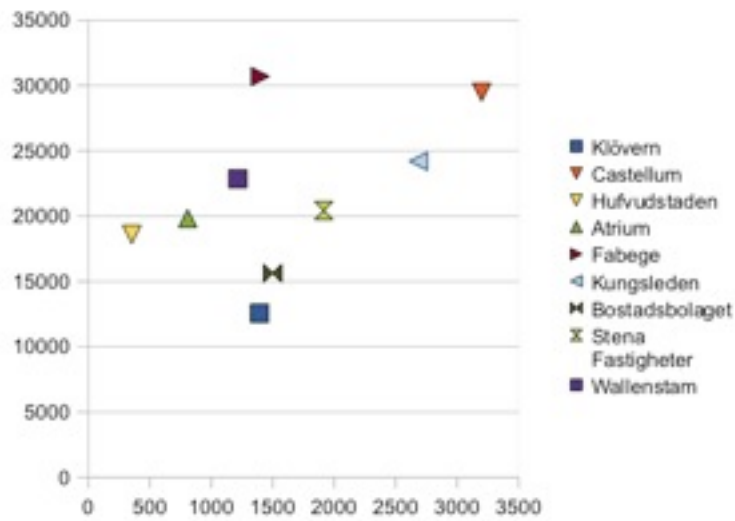
Om man gör liknande grafer för alla börsnoterade fastighetsbolag kanske något samband skulle komma fram och man skulle kunna använda det för att hitta en ny riktning för att ställa ytterligare frågor för att kartlägga vad företagen gör.

Ett annat möjligt steg kan vara att ta den redan insamlade informationen och ställa upp den i grafer med information på två axlar i syfte att se vilka möjliga strategiska val som framkommer som företagen kan tänkas ha gjort. En möjlig fråga skulle då kunna vara:

Vilka möjliga strategiska val framkommer som man kan föreställa sig att företagen gör eller har gjort om man analyserar informationen i bilaga 1 genom grafer?

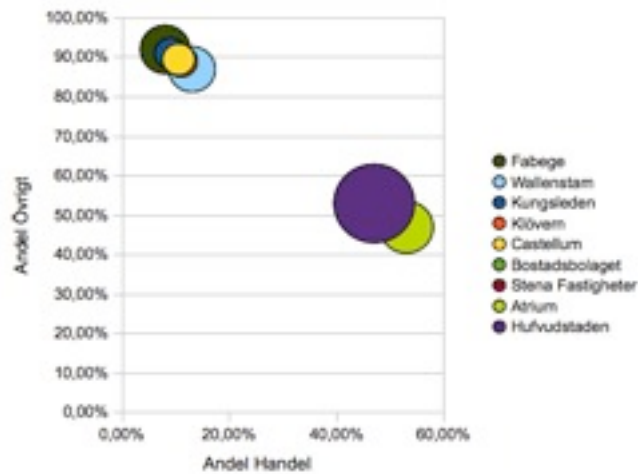
Två exempel på sådana grafer presenteras nedan:

Här jämförs företagens tillgångar på Y-axeln med den uthyrningsbara ytan på X-axeln. Enheten på Y-axeln är miljoner kronor och på X-axeln tusental kvadratmeter.



Figur 20: Exempel på en presenterande graf: Tillgångar och Yta

I den här grafen tycks det inte bildas några grupper, i nästa graf ser det dock ut som att det blir grupper:



Figur 21: Exempel: Värde per kvadratmeter kontra andel handel

Här jämförs värdet per kvadratmeter med andelen handelsfastigheter. Värdet per kvadratmeter är uttryckt i storleken på bollarna och X-led är andelen handel, Y-led är andelen fastigheter som inte är handel. Bostadsbolaget och Stena Fastigheter anger inga handelsfastigheter och är därför inte med i grafen. Man ser här tre tydliga grupper, två företag har mycket handelsfastigheter, fem har en viss del som är nästan lika stor och två har ingen andel alls och finns inte med i grafen.

Beroende på hur många potentiella strategiska val som man studerar kan man om det finns möjlighet utöka antalet företag.

För att besvara huvudfrågan som är *vad gör fastighetsföretagen* behöver man presentera det framkomna underlaget för någon med insikt i respektive företags strategi. Kanske någon i ledningen eller styrelsen eller någon annan övergripande position. Den personen skulle kunna kommentera och diskutera graferna och givande information om företagen skulle då komma fram. En forskningsfråga som då skulle kunna användas är följande:

Hur ser företagen på informationen som framställts, hur är den relativt företagets egen världsbild?

Det skulle kanske leda till ett antal följdfrågor som man vid ett ytterligare tillfälle kan ställa till företagen för att därefter försöka besvara huvudfrågan. Man skulle också om det är möjligt kunna observera företagen i ytterligare en studie, kanske följa ett enskilt fastighetsköp eller liknande i varje företag för att kunna se skillnader och likheter i hur man agerar. Gör man också en sådan studie bör man få ett klarare svar på huvudfrågeställningen. I så fall bör man begränsa urvalet ytterligare för att inom en rimlig tidsram kunna genomföra studien. Beroende på hur samarbetsvilliga företagen är kan man begränsa urvalet till mellan två och fyra företag.

Dessa ingångar är klart inte de enda möjliga för att ta reda på mer genom att använda framkommet underlag, men vi anser att de är de bästa vägarna att gå vidare.

Källförteckning

- Ax, C., Johansson, C., & Kullvén, H. (2009). *Den nya ekonomistyrningen* (4:e upplagan). Malmö: Liber AB.
- Bengtsson, B. (2006). *Verkligt värde i balansräkningen*. Göteborg: BAS Förlag.
- Bengtsson, N., Polesie, T. (1998). *Från fastighetskris till Castellum: en studie av gestaltning och styrning*. Stockholm: SNS.
- Borglund, T. (2006). *Aktieägarvärden i fokus: internationell påverkan på intressentrelationer genom förvärv och fusion*. Stockholm: Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Carlsson, B., Nyblom, H. (2008). *Bankernas kreditförluster: 1988-1995*. Göteborg: BAS.
- Jacobsen, D. I. (2002). *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur.
- Johansson, S. E., Runsten, M. (2005). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt: mål, samband och mätmetoder*. Lund: Studentlitteratur.
- Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet . (2008). *Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering*. Gävle och Solna: Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet.
- Lärke Bredung, E., Järpenmyr, J. (2010). *IAS 40 och finanskrisen-ny standard prövas i hårdare tider*. Kandidatuppsats, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.
- Macintosh, N. (2001). *Accounting, accountants and accountability: poststructuralist positions*. Göteborg: BAS.
- Mintzberg, H. (1994). *The rise and fall of strategic planning*. London: Prentice Hall.
- Patel, R., Davidson, B. (2003). *Forskningsmetodikens grunder* (3:e upplagan). Lund: Studentlitteratur.
- Persson, E. (2005). *Fastighetsvärdering. Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt-Fastighetsnomenklatur* (9:e upplagan). Stockholm: Fastighetsnytt Förlags AB.
- Polesie, T. (1995). *Drift och Finans*. Malmö: Liber-Hermods.
- Ryan, B., Scapens, R. W., & Theobald, M. (2002). *Research method & methodology in finance & accounting* (2:a upplagan). London: Thomson.

Schön, L. (2007). *En modern svensk ekonomisk historia (2:a upplagan)*. Stockholm: SNS förlag.

Smith, D. (2006). *Redovisningens språk (3:e upplagan)*. Lund: Studentlitteratur.

Soros, G. (1987). *The Alchemy of Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Szombatfalvy, L. (2009). *Vår tids största utmaningar*. Stockholm: Ekerlids.

Torfason, A. (2010). *Investments in a long- term perspective-how a family company has built its assets*. Göteborg: BAS.

Årsredovisningar

Atrium - Ljungberg, 2009

Balder, 2009

Brinova, 2009

Bostadsbolaget, 2009

Castellum, 2009

Catena, 2009

Corem, 2009

Dagon, 2009

Diös, 2009

Fabege, 2009

Fastpartner, 2009

Heba, 2009

Hufvudstaden, 2009

Klövern, 2009

Kungsleden, 2009

Sagax, 2009

Stena Fastigheter, 2009

Wallenstam, 2009

Wihlborgs, 2009

Redovisningsstandarder

IAS 40 Förvaltningsfastigheter

IASB:s Föreställningsram

Bilaga 1

Företag	Antal Orter	Uthyringsgrad	Tillgångar Mkr	Varav förvaltningsfastigheter	Skulder	EK
Klövern	10	0.89	12567	12032	8456	4111
Castellum	15	0.848	29476	29267	19784	9692
Hufvudstaden	2	0.938	18600	18125	8375	10225
Atrium	3	0.93	19832	18616	11417	8415
Fabege	1	0.9	30692	29193	20723	9969
Kungsleden	92	0.932	24208	21842	17129	7079
Bostadsbolaget	1	0.897	15635	15201	5750	9885
Stena Fastigheter	6	0.97	20430	20019	12048	8382
Wallenstam	3	0.95	22854	20728	14400	8454

Orealiserade värdeförändringar	Resultat	Resultat utan VF	Lönsamhet	Driftskostnader	Vakansgrad	Total yta tkvm
-231	237	468	3.72 %	473	0.11	1392
-1027	160	1187	4.03 %	942	0.152	3199
-1239	-332	907	4.88 %	380	0.062	354
-523	187	710	3.58 %	603	0.07	808
-310	425	735	2.39 %	729	0.1	1400
-312	249	561	2.32 %	624	0.06799999999999999	2684
	-283	-283	-1.81 %	859	0.103	1500
	263	263	1.29 %	1235	0.03	1915
394	489	95	0.42 %	471	0.05	1217

Tillgångar/Yta	Andel Handel yta	Andel Kontor yta	Andel Industri yta	Andel Bostäder yta	Andel publikt yta	Andel Övrigt yta
9,028						
9,214	0.1	0.29	0.48	0.01		0.02
52,542						
24,545						
21,923	0.08	0.66	0.11	0.07		0.08
9,019						
10,423						
10,668				0.79		0.21
18,779	0.07	0.2	0.07	0.57	0.03	0.06

Andel Handel Hyra	Andel Kontor Hyra	Andel Industri Hyra	Andel Bostäder Hyra	Andel publikt Hyra	Andel Övrigt Hyra
11.00 %	54.00 %	20.00 %		15.00 %	
		0.34			
0.53	0.31		0.04		0.14
0.08	0.77	0.06	0.04		0.05
0.09	0.1	0.26	0	0.43	0.08
			0.92		
0.13	0.24	0.03	0.5	0.04	0.06

Snitthyra/kvm kr	Driftskostnad/kvm	Driftsnetto/kvm	Andel 10 största hyresgäster	Andel största hyresgäst	Genomsnittlig kontraktstid Kommersiellt
1066	340	726		0.27	0.14 3 år
969	294	675			0.01 4 år
3,859	1,073	2,785		0.24	0.09
2,050	746	1,303		0.26	0.02 3 år
1,548	521	1,027	(andel 15 största 29 %)		4 år
833	232	601		0.257	0.058
919	573	347			
989	645	344			
1210	387	823		0.09	4 år

Förvärv KF	Investeringar i bef fastigheter KF	Försäljning KF	Direktavkastningskrav	Eget Kapital	Börsvärde 2009 Mkr
179 Mkr	351 Mkr	162 Mkr	0.072	4111	3,682.0000000000000
118 Mkr	1039 Mkr	36 Mkr	5.7-10.1%	9692	11890
0	281 Mkr	0	0.053	10226	11463
65 Mkr	1243 Mkr	869 Mkr	0.059	8416	8658
56 Mkr	1082 Mkr	1234 Mkr	0.06	9969	7653
1307 Mkr	300 Mkr	7808 Mkr	0.07	7079	6,716.0000000000000
	167 Mkr	0			
	(495 Mkr Investeringar och förvärv)	214 Mkr			
1195 Mkr	737 Mkr	528 Mkr	0.053	8454	7596

BV + Skulder	BV/EK	Pris 2009/12/31	Direktavkastning/Aktie	Volatilitet	Omsättning
12138	0.90	22.9	0.055	0.0237	38.55 %
31674	1.23	72.5	0.048	0.0264	1.17
19838	1.12	54.25	0.039	0.0208	
20075	1.03	67	0.034	0.0292	0.041
28376	0.77	45.2	0.044	0.0318	2.27
23845	0.95	49.2	0.076	0.031	1.29
21996	0.90	128.75	0.03	0.0193	22.30 %

Portföljtänkande	Begränsning regionalt	Lång/Mellan/Kort sikt	Ortspris/Kassaflöde	Annan verksamhet	Stor ägare
	Ja		Båda KF		Nej
	Ja		OP		Nej
		Hela processen från planering till förvaltning	OP KF		Ja
Ja					Nej
Ja	Nej	Kontinuerlig utvärdering	OP KF		Nej
	Ja				Ja
			KF		Ja
	Ja		KF	Vindkraft	Ja

Specialisering
Business Parks och Science Parks
Kontor och butik
Köpcentrum Kontor huvudsakligen
Bostad hyresrätter
Bostad hyresrätter

Bilaga 2

Måttet som används för att bedöma lönsamhet kallas räntabilitet (Johansson & Runsten, 2005).

$$\text{Räntabilitet} = \text{Resultat} / \text{Kapital} \text{ (Johansson \& Runsten, 2005, s. 27)}$$

Skuldsättningsgrad är ett mått som visar förhållandet mellan skulder och eget kapital.

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \text{Skulder} / \text{Eget kapital} \text{ (Johansson \& Runsten, 2005)}$$

Hävstångsmodellen som presenteras nedan är en vedertagen modell och den visar hur avkastningen på eget kapital förändras när man ändrar skuldsättningsgraden.

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) \times \frac{S}{E} \text{ (Johansson \& Runsten, 2005. s34)}$$

Hävstångsmodellen visar att räntabiliteten på det egna kapitalet (R_E) varierar när skillnaden på avkastningskravet på lånat och totalt kapital ($R_T - R_S$) och skuldsättningsgraden varierar. Desto större skillnad på kapitalkostnad man har ju högre avkastning får man om man ökar skuldsättningsgraden (Johansson & Runsten, 2005).

Kassaflödesmodell för fastighetsvärdering:

Formel:
$$V = \sum_{t=1}^n \frac{(H - D - U - F - R - I)_t}{(1+p)^t} + \frac{R_n}{(1+p)^n}$$

V = Nuvärde

H = Hyra

D = Drift

U = Underhåll

F = Fastighetsskatt

T = Tomträttsavgäld

I = Investeringar i fastigheten

R_n = Restvärde år n

t = Tidsvariabel

n = Kalkylperiod

p = Kalkylränta på totalt kapital

(Persson 2005 s 389)