



GÖTEBORGS UNIVERSITET  
HANDELSHÖGSKOLAN

# Finns det något samband mellan substansvärde och marknadsvärde?

*- En studie om Castellum*

Magisteruppsats inom Företagsekonomi  
Externredovisning  
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Vårterminen 2013

Handledare:  
Thomas Polesie

Författare:  
Philip Hallgren 890827  
Caroline Flygelring 900212

## Förord

Vi vill först och främst tacka varandra för ett gott samarbete under denna uppsatsperiod. Vi vill även rikta ett varmt tack till vår handledare Thomas Polesie för ditt engagemang och intresse för vår magisteruppsats.

Sist, men inte minst vill vi tacka entreprenörerna bakom Google Docs som effektiviserat och förenklat vårt uppsatsskrivande.

Trevlig läsning!

Göteborg, maj 2013

---

Philip Hallgren

---

Caroline Flygelring

# Sammanfattning

**Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Externredovisning, Magisteruppsats, VT 2013**

**Författare:** Philip Hallgren och Caroline Flygelring

**Handledare:** Thomas Polesie

**Titel:** Finns det något samband mellan substansvärde och marknadsvärde – En studie om Castellum

**Bakgrund och problem:** Det har blivit ett allt större problem att förstå hur företag värderas utifrån olika perspektiv. Det har visat sig att värdet som anges på marknaden inte korrelerar med det som anges i räkenskaperna. Därför har vi valt att undersöka hur situationen ser ut för ett av de största fastighetsbolagen, Castellum.

**Syfte:** Rapportens syfte är att studera hur Castellums substansvärde och marknadsvärde förhåller sig till varandra.

**Metod:** Genom att hämta information från Castellums finansiella rapporter har vi själva kunnat upprätta grafer utifrån de funna siffrorna för att sedan analysera dessa.

**Resultat och slutsats:** Vi kan konstatera att det inte finns något tydligt samband mellan substansvärde och marknadsvärde, alltså har studiens frågeställning gett ett negativt resultat. Detta har sin grund i att bevis existerar, men de stämmer inte överens med hur det borde vara och vi kan inte förklara varför det tilltänkta sambandet inte existerar.

**Nyckelord:** Castellum, substansvärde, marknadsvärde, NAV och aktiekurs

# Innehållsförteckning

<b>1. INLEDNING .....</b>	<b>1</b>
1.1 BAKGRUNDSBESKRIVNING .....	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	2
1.3 PROBLEMFÖRMULERING .....	3
1.4 SYFTE.....	4
1.5 STUDIENS FORTSÄTTA DISPOSITION.....	4
<b>2. METOD .....</b>	<b>5</b>
2.1 VAL AV BOLAG.....	5
2.2 TYP AV STUDIE.....	5
2.3 INSAMLING AV MATERIAL .....	6
2.4 TROVÄRDIGHET .....	6
<b>3. REFERENSRAM.....</b>	<b>7</b>
3.1 BOLAGSBESKRIVNING .....	7
3.2 FINANSKRISEN .....	7
3.3 FASTIGHETSBRANSCHEN .....	8
3.4 TILLGÅNGAR.....	8
3.5 SUBSTANSVÄRDE .....	9
3.5.1 Långsiktigt och aktuellt substansvärde.....	10
3.6 MARKNADSVÄRDE.....	10
3.5.1 Tekniska analysen.....	10
3.6.2 Fundamentala analysen.....	11
3.6.3 Fundamental analys i förhållande till teknisk analys.....	11
3.7 MARKNADSVÄRDE I FÖRHÅLLANDE TILL SUBSTANSVÄRDE .....	11
3.8 ORSAKER TILL SKILLNADEN.....	12
3.9 MARKNADENS PSYKOLOGI.....	13
<b>4. EMPIRI.....</b>	<b>14</b>
4.1 TILLGÅNGAR.....	14
4.2 SKULDER.....	16
4.3 SUBSTANSVÄRDE .....	17
4.4 LÅNGSIKTIGT SUBSTANSVÄRDE.....	18
4.5 AKTUELLT SUBSTANSVÄRDE.....	19
4.6 MARKNADSVÄRDE.....	20
4.7 FÖRVALTNINGSRESULTAT.....	21
4.8 UTDELNING .....	22
<b>5. DISKUSSION.....</b>	<b>23</b>
5.1 GRAF MELLAN MARKNADSVÄRDE OCH SUBSTANSVÄRDE.....	23
5.2 GRAF MELLAN MARKNADSVÄRDE OCH LÅNGSIKTIGT SUBSTANSVÄRDE.....	24
5.3 GRAF MELLAN MARKNADSVÄRDE OCH AKTUELLT SUBSTANSVÄRDE .....	25
5.4 SAMTLIGA SUBSTANSVÄRDEN.....	26
5.5 FÖRDELNING AV FÖRVALTNINGSRESULTATET.....	26
5.6 PSYKOLOGINS PÅVERKAN PÅ MARKNADSVÄRDET.....	27
<b>6. SLUTSATS OCH FRAMTIDA FORSKNING.....</b>	<b>28</b>

6.1 SLUTSATS.....	28
6.2 FORTSATT FORSKNING .....	28
<b>7. REFERENSER.....</b>	<b>30</b>
LITTERATUR.....	30
ÅRSREDOVISNINGAR.....	30
ELEKTRONISKA KÄLLOR .....	30
ARTIKLAR .....	31
FIGURER.....	32

# 1. Inledning

*I det inledande kapitlet presenteras först bakgrunden till marknaden för aktier samt en motivering till vilket företag vi valt att fokusera på i denna studie. Bakgrunden leder fram till en problemformulering som genererar frågeställningen för rapporten. Avslutningsvis redogörs en disposition över rapportens innehåll och struktur.*

## 1.1 Bakgrundsbeskrivning



Figur 1

Som ovanstående figur visar har Stockholmsbörsen under de senaste tio åren fluktuerat kraftigt. Lågkonjunkturen under 2008 och 2009 grundar sig i det misslyckande USA:s banker och finansinstitut orsakade och som sedan spred sig över hela världen. Detta påverkade således den svenska marknaden och benämns idag som den största finanskrisen under 2000-talet. De senaste åren har börsen återhämtat sig och gått i någorlunda stabil uppåtgående trend. Det har tidigare över lag visat sig finnas ett starkare samband mellan aktiers utveckling och de bokförda värdena, men sedan slutet av 1900-talet har gapet ökat och marknaden fluktuerar mer än någonsin. Oron på världens börser beror till stor del på att det föreligger hög osäkerhet vad gäller den framtida utvecklingen samt att en allt högre grad av internationalisering leder till att världens börser blir allt mer sammanlänkade (Ekonomifakta, 2013).

Substans- och marknadsvärde är två olika tal som används vid värdering av ett företag. Skillnaden ligger i att det ena värderas av företaget och det andra av marknaden. Marknadsvärdet bestäms utifrån aktiekursen och substansvärdet beräknas med utgångspunkt i företagets

balansräkning. Det kan vara så att marknadsvärdet och substansvärdet påverkar varandra trots att relationen är icke-linjär. Det kan också vara så att relationen mellan dessa två inte existerar (Kim Hiang Liow, 2003). Det har vidare diskuterats huruvida redovisningen avspeglar en rättvis bild av företaget gentemot marknaden samt hur trovärdig denna är. Enligt försiktighetsprincipen skall värdering på tillgångar, så som fastigheter värderas till verkligt värde i räkenskaperna.

Hyran är fastighetsbolagens största inkomst och även bland de viktigaste utgifterna man som hyresgäst har. Utan den verksamma platsen går det inte att bedriva verksamheten. Således är detta ingen utgift som går att dra ner på i samma utsträckning som många andra under lågkonjunktur, alltså är fastighetsbolagens inkomster något mindre hotade än andra branscher.

Castellum är ett intressant företag att undersöka eftersom fastighetsbranschen som helhet anses ha varit och vidare är stabil. Företagets utveckling har sedan start varit positiv och har för 15:e året i följd sedan börsnoteringen kunnat visa tillväxt i såväl förvaltningsresultat som utdelning, vilket avviker i jämförelse med marknaden som helhet. De är öppna med sin redovisning och anses vara ett företag som med sitt levererade material likt den finansiella rapporten uppfyller investerarnas förväntningar med en stabil utdelning och låg risk. Har aktieägare och omvärlden trott på Castellum under hela denna period eller har marknadsvärdet förändrats annorlunda i jämförelse med företagets substansvärde. Är det den garanterade utdelningen på 50 % av förvaltningsresultatet som håller kvar aktieägarna eller är det andra faktorer som gör att Castellum löpande visar samtliga siffror för allmänheten och gör dem till ett trovärdigt företag. Detta är något som är intressant att undersöka då det ständigt är en forskningsfråga varför substansvärdet och marknadsvärdet kan vara exakt jämförbara men även helt olika vid samma tidpunkt. Därför anser vi det intressant att studera vad dessa värden har för betydelse vid valet att investera i Castellum (Årsredovisning, 2012).

## **1.2 Problemdiskussion**

Vid en mängd olika situationer som förvärv, försäljning och kapitalplacering föreligger behovet att värdera ett företag. Detta anses vara relativt komplext och kan skilja sig beroende på vilket värde man väljer att jämföra då företaget kan vara över- eller undervärderat i förhållande till marknaden.

Det har blivit allt mer av en trend att placera i aktier vilket medför ökad mängd kapital på marknaden. Eftersom aktiemarknaden är global påverkar marknaderna varandra, även kontinenter emellan. I dagsläget har en upp- och nedgång större påverkan på marknaden på grund av den stora mängd kapital som flyter på börsen. Analytikers bedömningar och framtida prognoser kan tolkas som ren fakta bland vissa när de sänds bland medier, vilket gör att experter utlåtande om att sälja, köpa eller behålla ger större utslag på marknaden då fler tror och förlitar sig på dem. Detta gör att när kursen går i någon riktning, blir förändringen mycket större då fler individer är med och påverkar.

Frågan att ställa sig är då om man ska värdera ett företag utifrån substansvärdet eller marknadsvärdet. Marknadsvärdet är lättare att identifiera eftersom det alltid är volatilt på börsen. Frågan är då hur man beräknar ett substansvärde på bästa sätt, men även om det något sätt som är mer tillförlitligt än något annat. De flesta utgår från det värde som de anser ger en rättvis bild av företaget, men i denna studie har vi utgått ifrån tre olika substansvärden och diskuterat vilket av dem som är mest lämpligt att använda. Inom fastighetsbranschen görs avskrivningar på byggnader varje år, men det behöver inte betyda att fastigheterna är mindre värda gentemot marknaden. Hur värderas då dessa fastigheter inom företaget, har investerare någon nytta av något av de tre substansvärdena när de ska avgöra om de vill köpa, sälja eller behålla sin andel?

Företagsvärderingar ger aldrig ett exakt svar på vad aktien eller företaget är värt. De flesta värdena baseras på kunskap, prognoser och analyser. Däremot finns det en mängd olika modeller som analytiker kan använda för att räkna ut värden som de anser vara mest sanningsenliga. På aktiemarknaden är det utbud och efterfrågan som möts, men inte ens jämviktspunkten kan ge något exakt värde. Frågan är hur marknaden fungerar i förhållande till kortsiktiga och långsiktiga placeringar. Även risken är en faktor som måste tas i åtanke eftersom det är mer likviditet i aktier än i fastigheter. Aktieägarna tar risken på aktierna medan Castellum tar risken på fastigheterna.

Vi har som tidigare nämnt valt att studera Castellums substansvärde i förhållande till marknadsvärdet. Detta är ett intressant område att studera eftersom det eventuellt kan föreligga skillnad vid värdering av de tre olika substansvärdena; substansvärde, långsiktigt substansvärde och aktuellt substansvärde. Enligt Castellum är substansvärdet är det viktigaste värdet vid värdering av fastigheter. Vi har själva valt att räkna fram ett eget substansvärde från de finansiella rapporterna då det inte finns en exakt förklaring till vilka värden som ska räknas med i substansvärdet utan det är upp till användaren att välja vilka de anser ger en rättvis bild av företagets balansräkning. Alltså innehåller dessa tre substansvärden olika tal som kommer ge differentierade utseenden i förhållande till varandra. Vår första tanke är att de borde vara jämförbara eftersom det ändå är det sammanlagda värdet på företaget som vi undersöker, men frågan är om marknadens uppfattning och redovisningens värden är jämförbara och vilka eventuella faktorer som skiljer dem åt.

### **1.3 Problemformulering**

Ovanstående problemdiskussion ligger till grund för följande forskningsfråga:

- *Finns det något samband mellan Castellums substansvärde och marknadsvärde?*

Med hjälp av denna forskningsfråga kommer vi att kunna besvara uppsatsens syfte.



## 1.4 Syfte

Uppsatsens syfte är att studera hur Castellums substansvärde och marknadsvärde förhåller sig till varandra.

## 1.5 Studiens fortsatta disposition

### *- kapitel 2: Metod*

I metodkapitlet kommer valet av bolag presenteras samt en beskrivning av bolaget. Vidare beskrivs hur insamling av data har skett, hur denna information bearbetats och analyserats samt dess trovärdighet.

### *- kapitel 3: Referensram*

I referensramen presenteras vald teori som ska användas för att genomföra en analys av substansvärdet och marknadsvärdet på Castellum. Först presenteras finanskrisen, IAS40 och sen förklaras de tre olika substansvärdena samt marknadsvärdet. Dessa ställs sedan mot varandra för att tydliggöra förhållandet dem emellan. Slutligen presenteras en förklaring på marknadens psykologi.

### *- kapitel 4: Empiri*

I empirikapitlet presenteras de undersökta sifferserierna för Castellum under en tioårsperiod, 2003 – 2012. Posterna som används är tillgångar, skulder, substansvärde, långsiktigt - och aktuellt substansvärde, marknadsvärde och utdelning. Vidare presenteras vad som ligger bakom siffrorna och varför diagrammen ser ut som de gör.

### *- kapitel 5: Diskussion*

I diskussionen jämförs och analyseras det insamlade empiriska materialet med den utvalda referensramen i rapporten. Vidare presenteras tänkbara förklaringar till dess utseende och om det föreligger något uppenbart samband mellan kurvorna och hur de egentligen förhåller sig till varandra.

### *- kapitel 6: Slutsats*

I detta avsnitt diskuteras problemformuleringen och besvaras i en slutlig förklaring utifrån analysen. Avslutningsvis ges förslag till fortsatt forskning inom detta område.

## 2. Metod

*I kapitlet metod kommer valet av bolag presenteras samt en beskrivning av bolaget. Vidare beskrivs hur insamling av data har skett, hur denna information bearbetats och analyserats samt dess trovärdighet.*

### 2.1 Val av bolag

Vid en genomgång av de största fastighetsbolagen i Sverige kom vi fram till att gå djupare in i Castellum eftersom de finns med bland de fem största bolagen och är det enda av dem som är börsnoterat och är verksamma i Göteborg. Företaget har haft en konstant positiv utveckling med garanterad utdelning, vilket gör dem till ett stabilt företag. Vidare är Castellum ett bolag som handlar med fastigheter på längre sikt vilket skiljer dem från fastighetsbolag som endast investerar i fastigheter för att behålla dem eller fastighetsbolag som kan köpa och sälja samma fastighet inom ett års sikt. Vi har valt att gå djupare in i endast ett företag för att kunna se hur substansvärdet och marknadsvärdet förhåller sig till varandra, om det önskade samband verkligen föreligger. Det har under senare tid blivit allt svårare att se hur de två värdena förhåller sig till varandra och det finns tidigare forskning som inte har funnit det samband som andra forskare påstår sig ha funnit. Genom en diskussion mellan oss och vår handledare har problematiken fått ett nytt perspektiv med oss studenter.

### 2.2 Typ av studie

Studien är av beskrivande karaktär där vi i första hand använder oss av Castellums finansiella information under en tioårsperiod med aktuellt material där vi på egen hand gör jämförelser och kommer fram till en slutsats med påverkan av makroekonomiska förekomster. Vi har valt att gå djupare in på ett bolag eftersom fokus ligger på att studera ett samband mellan två värden, snarare än att göra en studie för en hel bransch eller jämförelse bolag emellan. Studien fokuserar på fastighetsbolag eftersom detta är en kapitalintensiv bransch men en hög andel anläggningstillgångar vilket gör det intressant att studera ur såväl ett aktieägarperspektiv som ett samhällsperspektiv. Castellum valdes så det var börsnoterat, stort och placerat i Göteborg. Castellums finansiella siffror under de senaste tio åren har gått igenom eftersom vi ville ha aktuella siffror och samtidigt ett intervall som kan hjälpa oss vid den kommande jämförelsen. Substansvärde valdes då detta anses vara det bästa talet att värdera ett fastighetsbolags värde. Det finns inget sätt att beräkna ett substansvärde som är mer rätt än något annat, därför har vi valt att jämföra organisationen EPRAs substansvärde tillsammans med vårt eget uträknade substansvärde. Där ställdes vi inför valet att själva inkludera eller exkludera olika tal ur balansräkningen, men då de använder verkligt värde vid beräkningen av eget kapital så är detta tal redan justerat. Marknadsvärdet förändras dagligen, därför valde vi att använda kursvärdet som var vid årets sista dag eftersom substansvärdet sammanställs till värdena som angetts till sista dagen, vilket gör dessa två tal mest jämförbara.

### **2.3 Insamling av material**

För att komma fram till hur Castellums marknadsvärde förhåller sig till dess substansvärde har vi använt oss av redan befintlig information i form av litteratur, årsredovisningar, internetsidor samt artiklar.

Vi har själva upprättat grafer med utgångspunkt i Castellums finansiella rapporter för att få en översikt och kunna diskutera varför värdena ser ut som de gör. Anledningen till att vi valt att studera företagets substansvärde och marknadsvärde är att vi anser dessa vara lämpliga för att göra en rättvis och tillförlitlig värdering av företaget. Vi ser det som en jämförelse mellan vad företaget själva menar att de är värda i förhållande till vad marknaden tycker att företaget är värt. Vidare har vi valt att utifrån Castellums finansiella rapporter ange aktuellt substansvärde samt långsiktigt substansvärde. Utöver detta har vi även angett vad vi själva anser vara substansvärdet för att kunna se hur skillnaden ser ut beroende på hur man beräknar substansvärdet, samt vilka slutsatser man kan dra utifrån värdena.

### **2.4 Trovärdighet**

Den information som anges i företags finansiella rapporter får anses ha en hög grad av trovärdighet och tillförlitlighet. Till skillnad från tryckt litteratur har den information som är hämtad från internetsidor blivit mer noggrant kontrollerad från vår sida, för att säkerställa trovärdigheten. Detta har vi gjort genom att granska källans ursprung och utgivare.

### 3. Referensram

*I referensramen presenteras vald teori som ska användas för att genomföra en analys av substansvärdet och marknadsvärdet på Castellum. Först presenteras finanskrisen, IAS40 och sen förklaras de tre olika substansvärdena samt marknadsvärdet. Dessa ställs sedan mot varandra för att tydliggöra förhållandet dem emellan. Slutligen presenteras en förklaring på marknadens psykologi.*

#### 3.1 Bolagsbeskrivning

Med affärsidén “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 hyresgästernas behov” har Castellum sedan mitten av 2000-talet varit ett av de största börsnoterade fastighetsbolagen i Sverige och behöver därmed redovisa enligt IFRS. Fastigheterna utgörs av lokaler för kontor, butik, lager, logistik samt kontor och värdet på dessa beräknas uppgå till 36 miljarder kronor. Verksamheten är fokuserad på tillväxt i kassaflödet, vilket tillsammans med en stabil kapitalstruktur anses ge förutsättningar för en positiv värdetillväxt i bolaget samtidigt som aktieägarna kan erbjudas en konkurrenskraftig utdelning till en låg risk (Årsredovisning, 2012).

Castellum har över tid varit strukturerade och legat i linje med sin uttalade affärsidé. De ska aldrig ha en belåningsgrad som överstiger 55 % och räntetäckningsgraden ska vara minst 200 %. De ska ha en tillväxt på 10 % vilket de uppfyllt vid majoriteten av de tio år som undersöks. Nettoinvesteringen ska uppgå till minst 5 % av fastighetsvärdet årligen och en utdelning på 50 % av driftöverskottet ska utgå till ägarna. De angivna siffrorna tyder på att Castellum är ett stabilt och pålitligt företag (Årsredovisning, 2012).

#### 3.2 Finanskrisen

I september 2008 tog den största finanskrisen under 2000-talet fart i samband med att USAs regering lät investmentbanken Lehman Brothers gå i konkurs där händelsen föregick av en bolånebubbla som sprack tidigare samma år. Konsekvenserna av detta blev att utlåningen mellan företag och banker ströps, vilket i sin tur genererade brist på kapital och tillväxten avtog bland ett flertal EU-länder (Europaportalen, 2013). Den hårdast drabbade branschen var tillverkningsindustrin. Redan i oktober 2008 samlades euroländerna och enades om ett gemensamt åtgärdsprogram där insättningsgarantin höjdes från 250 000 till 500 000 kronor för att skydda spararnas pengar och säkra kreditmarknaden om bankerna skulle gå i konkurs. En stabilitetsplan godkändes av riksdagen och därefter lades en stimulanspaket fram. Vidare lades ett garanti- och kapitaltillskottsprogram fram som senare avslutades 2011 då bankerna i Sverige var stabila (Regeringskansliet, 2011).

### 3.3 Fastighetsbranschen

De fem största fastighetsbolagen i Sverige är Vasakronan, Akademiska hus, AMF Fastigheter, Svenska bostäder och Castellum. Av dessa har Akademiska hus och Castellum sin huvudsakliga verksamhet i Göteborg och resterande tre i Stockholm. Av de fem bolagen är det endast Castellum som är börsnoterat och befinner sig i Göteborg (Fastighetsvärlden, 2013). Finanskrisen skrämde bort utländska investerare som 2010 endast stod för 10 % av sälj och köp på marknaden jämfört med 45 respektive 59 % under toppåren 2006 och 2007. Svårigheten att erhålla banklån kan begränsa branschens fortsatta utveckling, vilket gjort att utvecklingen har avtagit något. Under senare år har bankerna börjat låna ut igen vilket är den största anledningen till varför fastighetsbranschen har börjat gå bättre (e24, 2010). Fastighetsbranschen är fortsatt stabil trots oron som varit i omvärlden. Så mycket som 97 % av fastighetsägare är nöjda med lönsamheten och de flesta är optimister inför kommande år (Worldinproperty, 2012).

### 3.4 Tillgångar

Ett företags tillgångar kan delas in i omsättningstillgångar och anläggningstillgångar där anläggningstillgångar är av mer bestående karaktär medan omsättningstillgångar är mer volatila. Om en tillgång förväntas omsättas inom ett år, anses den vara en omsättningstillgång och om den är avsedd för stadigvarande bruk, det vill säga förväntas innehas mer än ett år, klassificeras den som en anläggningstillgång.

I ett fastighetsförvaltande bolag utgörs anläggningstillgångarna av bolagets fastigheter och aktier och andelar i fastighetsförvaltande dotterbolag. Om det ägande bolaget i stället bedriver handel med fastigheter betraktas tillgångarna som omsättningstillgångar (Årsredovisning, 2012).

Fram till år 2005 skulle förvaltningsfastigheter tas upp till sitt anskaffningsvärde med justering för avskrivningar och nedskrivningar. Enligt IAS 40 kan nu marknadsnoterade bolag efter första året välja att antingen redovisa förvaltningsfastigheter till verkligt värde eller fortsätta att redovisa till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar. I de fall företaget väljer att redovisa till verkligt värde ska denna princip användas framöver för samtliga förvaltningsfastigheter, förutsatt att det verkliga värdet går att fastställa på ett tillförlitligt sätt (IAS 40:30).

Förvaltningsfastigheter utgörs av fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa (IAS 40:5). En förvaltningsfastighet ska redovisas som en tillgång endast då det är sannolikt att de framtida ekonomiska fördelar som är förknippade med förvaltningsfastigheten kommer att komma företaget till del och då anskaffningsvärdet på förvaltningsfastigheten går att beräkna på ett tillförlitligt sätt (IAS 40:16).

Enligt IAS 40 definieras verkligt värde enligt följande:

*”Verkligt värde är det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs” (IAS 40:5).*

Vidare har Finansinspektionen i sina föreskrifter för försäkringsbolag angivit hur verkligt värde ska bestämmas för fastigheter:

*”När nettoförsäljningsvärdet och verkligt värde ska bestämmas för fastigheter, ska försäljningsvärdet vara det pris som skulle uppnås på balansdagen vid en frivillig, offentlig utbjuden försäljning på en marknad som tillåter försäljning i normal ordning och där det ges skälig tid för förhandlingar” (FFFS, 2008:26)*

Marknadsvärde på företagets tillgångar är detsamma som verkligt värde. Värdering till verkligt värde anses ge en mer relevant redovisning, det vill säga är ett bra underlag för beslutsfattande (Smith, 2006).

### **3.5 Substansvärde**

Substansvärde benämns som justerat eget kapital och anses vara själva fastigheten och dess väggar. Vid en företagsvärdering framställs substansvärdet genom skillnaden mellan det verkliga värdet av företagets tillgångar och dess skulder, det vill säga det egna kapitalet. En akties substansvärde beräknas genom att dividera det totala substansvärdet med antalet aktier i företaget (Nationalencyklopedin, 2013). Därmed blir substansvärdet en beräkning utifrån justerade värden i balansräkningen. Eftersom IFRS är principbaserat så kan företagen, i en viss utsträckning, själva bestämma vilka tal de vill visa (Fars samlingsvolym, 2012).

Tillämpningen av substansvärde är störst vid så kallade substansföretag med betydande reelltillgångar som till exempel fastigheter och rederier. Substansvärdet är vidare ett ögonblickmått, vilket endast presenteras vid delårsrapportering. Vid beräkning av substansvärdet är man intresserad av det verkliga värdet på tillgångar och skulder, vilket gör att man i vissa fall måste göra en justering av de bokföringsmässiga tillgångarna och skulderna (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Det finns två olika principer vid värdering, värdering till återanskaffningsvärdet/marknadsvärdet och till likvidationsvärde. Marknadsvärdet på tillgångar är vad man skulle betala externt vid köp av en tillgång av samma kvalitet. Om företaget förväntas fortleva är det normalt att denna värderingsmetod används. Likvidationsvärdet är värdet på tillgångarna som kan erhållas vid en likvidation, vilket oftast är betydligt lägre värderat än återanskaffningsvärdet eftersom vissa branscher kan ha svårare att få sålt sina inventarier om de är specialiserade inom ett visst område (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Det är mycket ovanligt att analysera substansvärderingsmetoder eftersom informationen som behövs kan vara svår att få tag på. Alltså är det oftast offentliga balansräkningar som används. Som med många andra värden finns det nackdelar, för substansvärdet kan det vara utelämnandet av mervärdet som personal, kundkontakt och utveckling som företaget skapar men inte syns i det faktiska substansvärdet som anges eftersom det utgår ifrån vad som ingår i fastigheten (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

### **3.5.1 Långsiktigt och aktuellt substansvärde**

Substansvärdet är ett viktigt nyckeltal inom fastighetsbranschen, men det substansvärde som vanligtvis presenteras i de finansiella rapporterna i enlighet med IFRS, anses inte ge aktieägarna en rättvis bild av pågående fastighetsaffärer för ett företag ur ett långsiktigt perspektiv. European Public Real Estate Association, EPRA, är en oberoende organisation som bland annat sätter standard avseende finansiell rapportering för Europas börsnoterade fastighetsbolag och investerare (EPRA, 2011b). En del inom EPRA är nyckeltalen EPRA NAV (Net Asset Value) som motsvaras av det långsiktiga substansvärdet och EPRA NNAV (Triple Net Asset Value), vilket motsvaras av aktuellt substansvärde.

Det långsiktiga substansvärdet är, enligt EPRA, utformat för att ge ett konstant verkligt värde till företagets tillgångar vid tillämpning av fortlevnadsprincipen. Enligt rekommendationer från styrelsen inom EPRA borde fastighetsföretag därför använda deras beräkning för det långsiktiga substansvärdet (EPRA, 2011a).

Investerare som står i valet kring att köpa, sälja eller behålla sina aktier kan vilja ha en exakt syn på företagets substansvärde som visar det verkliga värdet på tillgångar och skulder vid en specifik tidpunkt. Då är det lämpligt att titta på det aktuella substansvärdet (EPRA, 2011a).

## **3.6 Marknadsvärde**

Det finns två olika sätt att värdera aktier, den fundamentala- och tekniska analysen. Den tekniska analysen används för att förutse kursförändringar med hjälp av marknadens beteende medan den fundamentala analysen bygger på företagsvärdering och dess data.

### **3.5.1 Tekniska analysen**

Den tekniska analysen bygger på antagandet om att marknaden är volatil, vilket är grunden för all investering och har blivit ett alltmer accepterat finansiellt verktyg på marknaden. Beteenden på marknaden, det vill säga om den stiger, faller eller går i sidled, är förknippade med de ekonomiska konjunkturerna vilket åskådliggörs i grafiska diagram. Baserat på historisk data och handelsvolymen på aktier kan teknisk analys undersöka utbud och efterfråga. Marknaden rör sig alltid i trender vilket gör att avsikten med teknisk analys blir att studera kurstrender i tidigt syfte för att utnyttja dem. All samlad kursutveckling blir en ledande informationskälla (Hansén, 2010).

All nödvändig information som behövs ger den tekniska analysen genom pris och volym. Det är lättare att identifiera svängande trender vid teknisk analys eftersom det är en fråga om timing. Teknisk analys kan bli lite av en profetia eftersom det är många investerare som använder den. När de använder samma koncept och verktyg så växlar utbud och efterfråga tillsammans. Detta kan leda till att prisrörelser rör sig i en förutspådd mening (Markets, 2013).

### **3.6.2 Fundamentala analysen**

Efter diverse börskrascher ville analytiker hitta ett säkrare och mer logiskt sätt att värdera företag, vilket resulterade i den fundamentala analysen som betyder "grundläggande" analys. Vid denna analysmodell använder man bolagets prestation, redovisad vinst och nyckeltal. Utifrån dessa tal försöker man få en bild av bolagets framtid. Den fundamentala analysen innehåller ett stort utbud av investeringsstrategier vilket innebär, enligt vissa, att detta är grundstenen till all investering. Behärskar du det behärskar du marknaden. Det första man kollar på är utbud och efterfråga eftersom det styr kursen (Fundamental analys, 2008).

### **3.6.3 Fundamental analys i förhållande till teknisk analys**

Tekniska analyser behöver mycket mindre data än fundamentala analyser. En förutsättning för att kunna handla med aktier på kort sikt, daytrading, måste beslutet fattas snabbt och då är en teknisk analys överlägsen i jämförelse med en fundamental analys. Det är mer komplext och kräver mer arbete att använda fundamental analys eftersom det finns en risk att analytiker bedömer siffrorna på olika sätt (Hansén, 2010).

Fundamental analys analyserar variabler som man tror påverkar de som avses analyseras medan man i den tekniska analyserar den man avser att analysera, vilket ger den viktigaste skillnaden. Men den tekniska analysen är inte perfekt då det finns metoder som är dåliga och svåra att förstå. Den kommer inte ens vara i närheten om man tittar över en längre tidshorisont. Det finns ingen och kommer aldrig finnas en exakt metod som alltid har rätt vid värdering av aktier (Torssell, 2010).

När teknisk analys kombineras med fundamental analys får man ut en mer fullständig bedömning, vilket har stor betydelse vid genomförandet av vinstgivande transaktioner (Markets, 2013).

## **3.7 Marknadsvärde i förhållande till substansvärde**

Kvoten mellan marknadsvärdet och substansvärdet används ofta vid analys kring relationen dem emellan. Aktiens pris motsvaras av den dagliga börskursen och är ett mer volatilt tal. Ett aktuellt substansvärde är svårare att finna eftersom det bara anges vid bokslut och är därmed ett ögonblickstal (Pettersson, 1996).



Kvoten som beskrivs ovan kan i vissa stora välkända företag värderas till 10-15 gånger mer än vad det synliga egna kapitalet anger. Frågan att ställa sig är om det är rimligt att marknadsvärdet kan vara så högt värderat i jämförelse med substansvärdet. Om räkenskaperna anger företagets tillgångar, vad de verkligen är värda, och marknadsvärdet på börsen speglar de ekonomiska fundament så borde inte skillnaden vara så stor. Det blir alltså två olika sätt att värdera ett företag. Marknadsvärdet tycks vara ett värde på den effektiva marknaden, medan det finns de som anser att vad företaget uppger i bokföringen är det verkliga värdet på företaget. Marknadsvärdet är en slags helhetsbedömning, uttryckt vad investerare tycker att företaget är värt givet vinstförväntningar, risk och utdelning som en placering ger. Detta värde kan ändras drastiskt från en dag till nästa, i motsats till substansvärdet som bara ändras vid bokslut. Detta sätt att resonera sammanfaller med försiktighetsprincipen (Pettersson, 1996).

Det finns resonemang att substansvärdet och marknadsvärdet bör sammanfalla, men så enkelt är det inte. Det krävs en mer djupgående analys varför dessa två helt olika bedömda tal ska gå att jämföra (Pettersson, 1996). Förhållandet mellan substansvärde och marknadsvärde är ofta låga för företag inom fastighetsbranschen. Låga relationstal kan ge anledning att undersöka om köpläge föreligger eftersom ögonblicksbilden som dessa två tal ger är en utgångspunkt för framtidsbedömningar. På kort sikt finns det ingen fast relation mellan substansvärde och marknadsvärde (Hansson, 2006).

Vid forskning inom redovisning brukar värdet mellan substansvärde och marknadsvärde kallas värder relevans. Men värder relevansen behöver inte förklaras via finansiella tal utan det kan vara utomstående faktorer som påverkar (Barth, M. Beaver, W & Landsman, W, 2001).

### **3.8 Orsaker till skillnaden**

Det finns tre tänkbara förklaringar till varför det föreligger en differens mellan substansvärde och marknadsvärde. Det bokförda värdet är försiktigt beräknat, aktiemarknaden värderar företag för högt eller börsföretagen ger en hög avkastning. Det mest sannolika är en kombination av dessa tre (Pettersson, 1996).

Det finns stora dolda reserver i materiella tillgångar som maskiner, lager och fastigheter i balansräkningen, vilket i vissa fall kan göra redovisningen vinklad jämfört med marknaden. Återanskaffningsvärdet är nästan väsentligt högre värderat än det bokförda värdet. Immateriella tillgångar är svårare att beräkna eftersom de kan finnas stora tillgångar i forskning och utveckling som inte får aktiveras i balansräkningen. Företag som till största del använder immateriella tillgångar istället för materiella tillgångar kan få en annan utveckling på skillnaden mellan substansvärde och marknadsvärde. Tillgångar redovisas lågt med hänsyn till försiktighetsprincipen och således är substansvärdet generellt sett underskattat. Om kvoten mellan substansvärdet och det marknadsvärdet överstiger två anses tillgångarna vara väsentligt lågt värderade, men det är en diskussionsfråga (Pettersson, 1996).

Orsaken till att marknaden värderas för högt kan ha lite olika förklaringar. Det finns en viss risk att vinstutsikterna överskattas, men det kan också vara så att en för låg diskonteringsfaktor har använts för att underskatta risken (Pettersson, 1996).

Det sista alternativet som kan förklara skillnaden mellan substansvärdet och marknadsvärdet kan inte avvisas lika lätt. Marknadsvärdet blir högre än substansvärdet i de fall en förväntad räntabilitet överstiger avkastningskravet. Detta beror på att lönsamheten pressar upp efterfrågan på aktierna och fortsätter till den sista placeraren förväntar sig en avkastning (Pettersson, 1996).

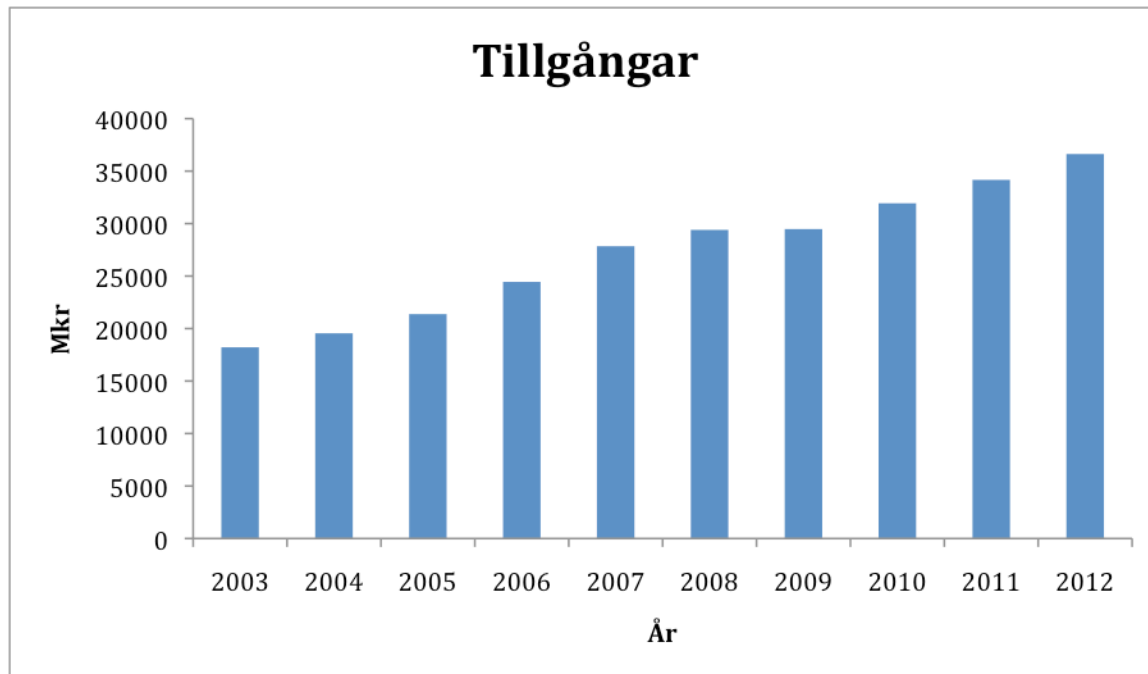
### **3.9 Marknadens psykologi**

Marknaden för handel med värdepapper är inte bara en plats för rationella beslut, utan mycket av det som sker går att förklara med hjälp av psykologi. Aktörerna påverkas till stor del av varandra och skapar ett flockbeteende där man kan säga att det snarare är priset och prisutvecklingen på aktierna som är ledare än de största aktörerna likt banker och andra finansinstitut. Volatiliteten i siffrorna kan sägas vara ett uttryck för den psykologi som råder och viljan att betala mer för varje vinstkrona ökar ju mer positivt man ser på framtiden. Det kan däremot vara svårt att finna en förklaring till varför alla beter sig likadant samtidigt. Om man förstår att marknaden är dynamisk kan man förmodligen göra prognoser på kort sikt, men det är nästintill omöjligt att prognostisera ett långtidsbeteende (Tvede, 2002).

## 4. Empiri

I detta kapitel presenteras de undersökta sifferserierna för Castellum under en tioårsperiod, 2003 – 2012. Posterna som används är tillgångar, skulder, substansvärde, långsiktigt - och aktuellt substansvärde, marknadsvärde och utdelning. Vidare presenteras vad som ligger bakom siffrorna och varför diagrammen ser ut som de gör.

### 4.1 Tillgångar



Figur 2

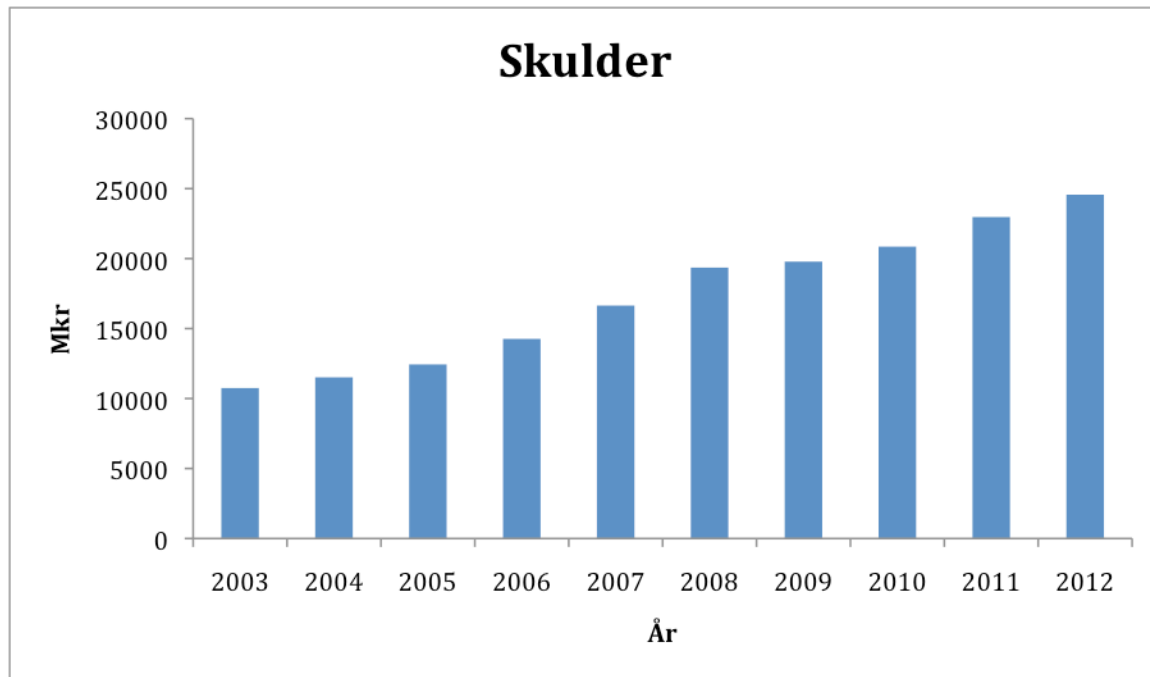
Castellums tillgångar består till största del av förvaltningsfastigheter, men även övriga tillgångar samt kassa/bank. Ovanstående figur visar värdet på företagets anläggningstillgångar, vilka har ökat över perioden 2003 - 2012. Trots att värdet på tillgångarna har fördubblats under den angivna perioden har ökningen varit relativt jämn. Detta kan bero på Castellums strategi att återinvestera 50% av förvaltningsresultatet och dela ut resterande 50% till aktieägarna.

För Castellum består anläggningstillgångar och långfristiga skulder av belopp som förväntas återvinnas eller förfaller mer än tolv månader från balansdagen. Omsättningstillgångar och kortfristiga skulder består av belopp som förväntas återvinnas eller betalas inom tolv månader från balansdagen. Eftersom Castellum anger att de handlar på 5 – 10 års sikt, klassificeras fastigheterna som anläggningstillgångar snarare än omsättningstillgångar (Årsredovisning, 2012).

Med förvaltningsfastighet avses fastighet som innehas i syfte att generera hyresintäkter eller värdestegring eller en kombination av dessa. Samtliga av Castellum ägda eller via tomträttsavtal nyttjade fastigheter bedöms utgöra förvaltningsfastigheter.

Förvaltningsfastigheter, vilka vid förvärvet redovisas till anskaffningsvärde inklusive till förvärvet direkt hänförliga utgifter, har i den finansiella rapporten tagits upp till verkligt värde med värdet förändringar angivna i resultaträkningen. Verkligt värde har fastställts genom en intern värderingsmodell, vilken bygger på en värdering utifrån nuvärdet av framtida betalningsströmmar med differentierade marknadsmässiga avkastningskrav per fastighet, beroende på bland annat läge, ändamål, skick och standard. För att säkerställa den interna värderingen görs även externa värderingar på del av beståndet.

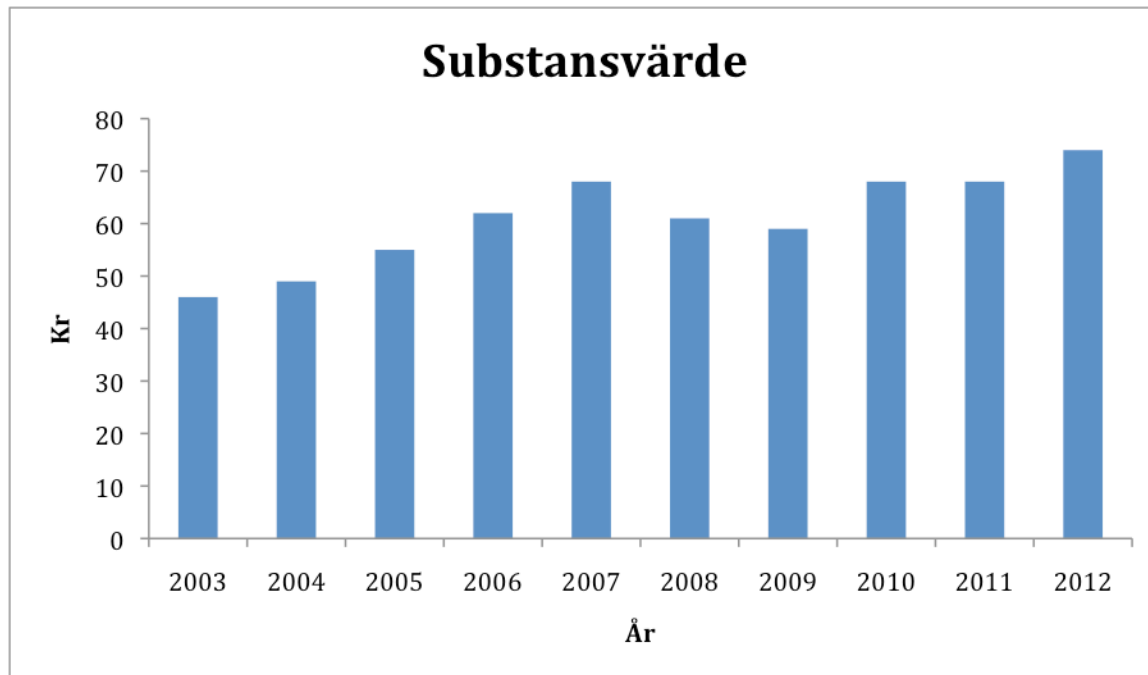
## 4.2 Skulder



Figur 3

Castellums skulder är uppdelade i långfristiga räntebärande- och ej räntebärande skulder som är värderade till anskaffningsvärde. Derivat och uppskjutna skatteskulder är värderade till verkligt värde. De har lite mer är fördubblats på en tioårsöversikt och följer en liknande trend som tillgångarna men ökar inte i samma utsträckning vilket ger har gett Castellum en stabil vinst (Årsredovisning, 2012).

### 4.3 Substansvärde

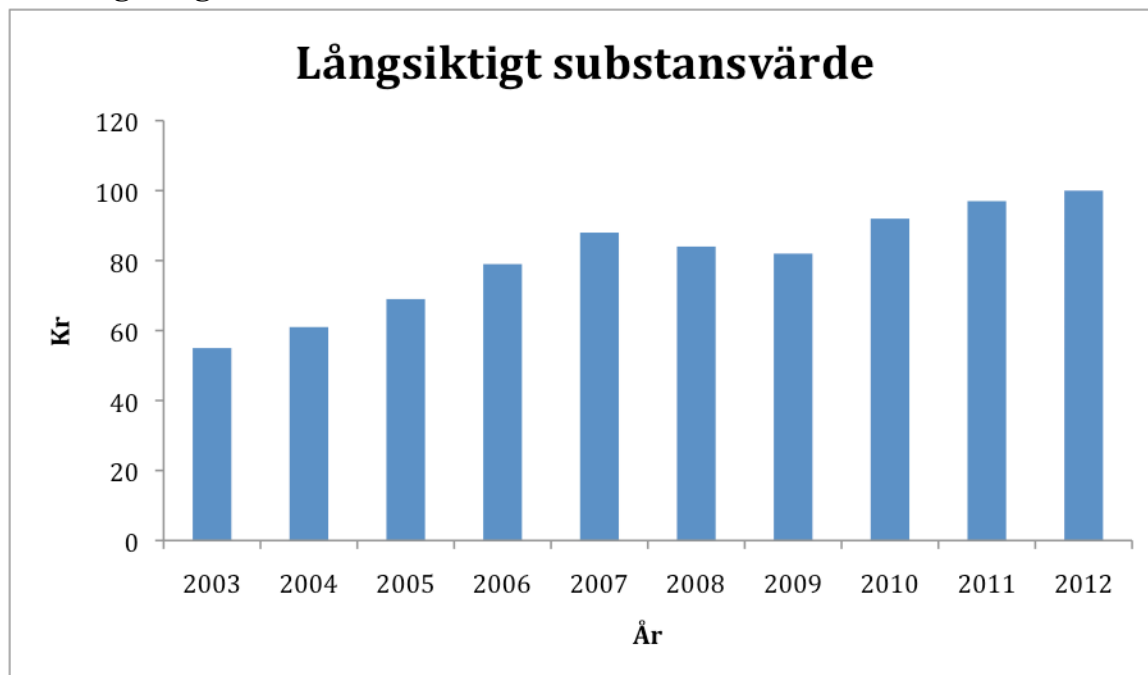


Figur 4

Substansvärdet har vi räknat ut genom att ta skillnaden i justerade tillgångar och justerade skulder dividerat med antalet aktier.

Värdet som beräknats består till största del av värdet på Castellums fastigheter, alltså vad fastigheterna är värderade till i de finansiella rapporterna. Man ser hur stabilt Castellum är när man får fram denna differens. Det som gör att tillväxten avtar och går nedåt är finanskrisen. Mellan 2007 och 2008 ökar skulderna i större utsträckning än tillgångarna vilket också fortsätter under 2009 som synes i grafen. Under 2010 ökar tillgångarna kraftigt vilket ger dem en snabb återhämtning. Castellum handlar i princip endast med fastigheter, som är en säker reell vara, vilket vi anser är orsaken till att de kom någorlunda lindrigt ur finanskrisen. I substansvärdet får man större utslag vid upp och nedgångar (Årsredovisning, 2012).

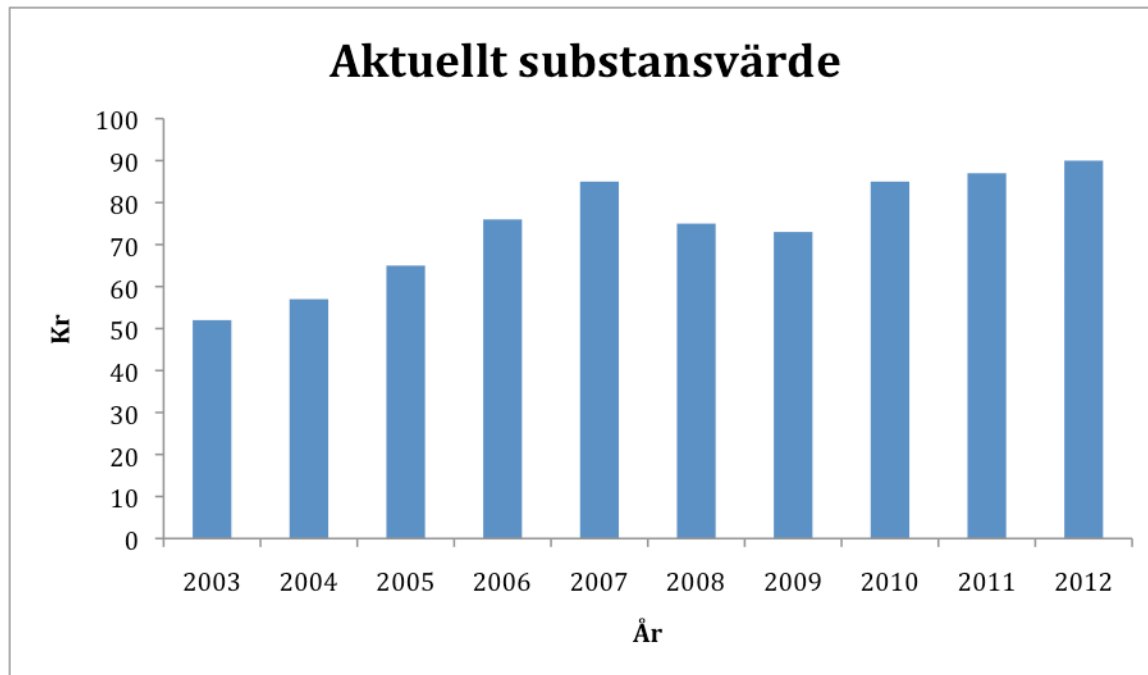
#### 4.4 Långsiktigt Substansvärde



Figur 5

För att visa sin finansiella utveckling har Castellum valt att beräkna långsiktigt substansvärde genom att återlägga uppskjuten skatt samt derivat till det egna kapitalet. Eftersom handel med fastigheter oftast görs utifrån ett långsiktigt perspektiv måste företaget också framföra företagets finansiella ställning till investerare ur ett långsiktigt perspektiv. Detta ger en mer rättvis bild för de som vill investera långsiktigt med en låg risk eftersom kurvorna blir mer utjämnade över perioden (Årsredovisning, 2012).

#### 4.5 Aktuellt substansvärde

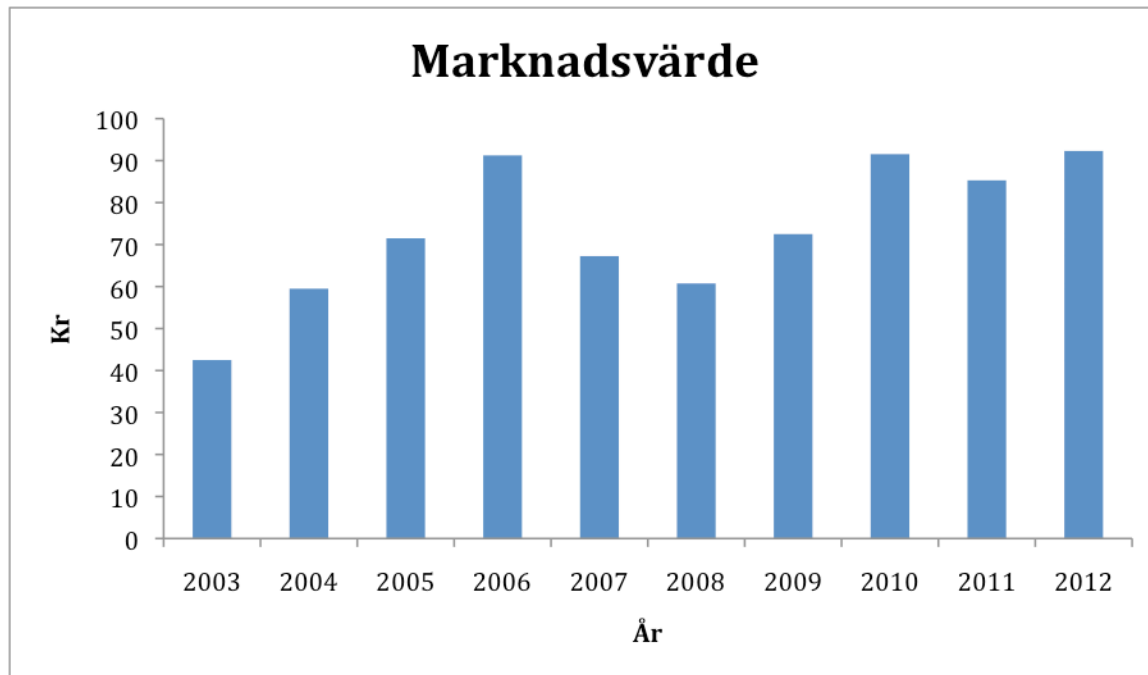


Figur 6

Utifrån det långsiktiga substansvärdet görs avdrag för derivat och 4,3 % av uppskjuten skatt, för att komma fram till det aktuella substansvärdet. 4,3 % har räknats ut baserat på en formel med diskonteringsränta, nominell skatt och realiserade år, vilket ger en bedömd verklig skuld enligt Castellum. Detta ger som ovan nämnt en mer exakt ögonblicksbild av substansvärdet och är därmed mer lämplig för investerare som vill placera på kort sikt. Castellums aktuella substansvärde har under denna tioårsperiod haft en kraftig tillväxt fram till finanskrisen men återhämtade sig snabbt och har sen dess växt i en mer jämn men lägre takt (Årsredovisning, 2012).



## 4.6 Marknadsvärde



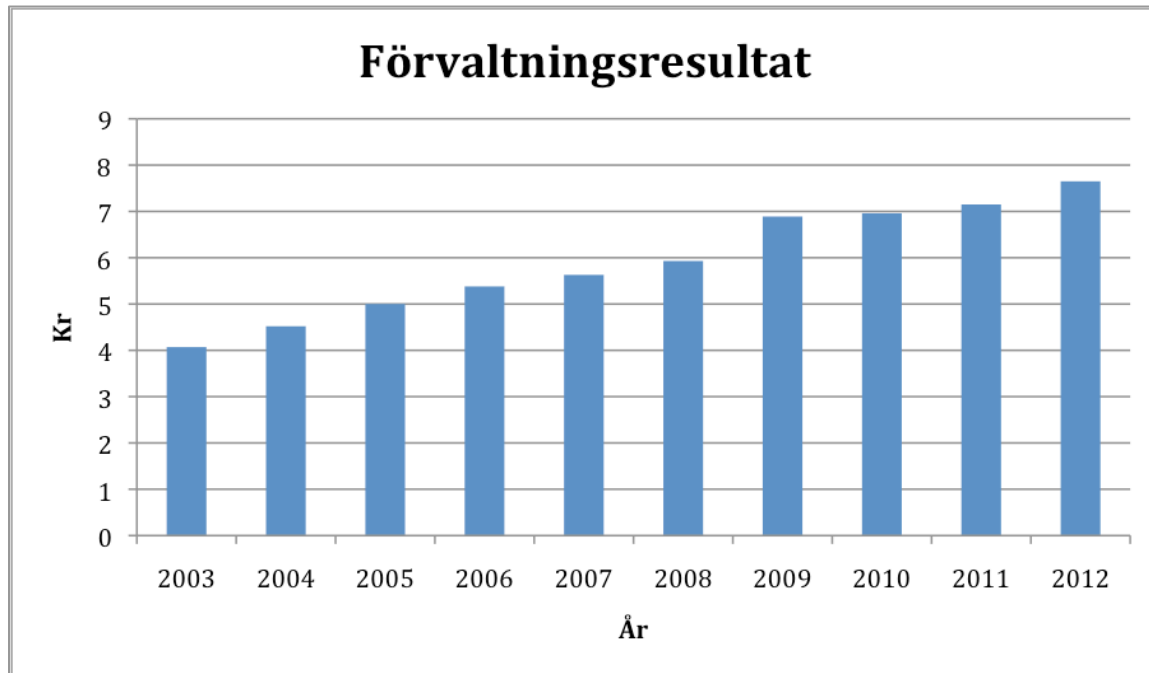
Figur 7

Marknadsvärdet visar vad intressenter anser att Castellum är värderat till och vilka förutsättningar de har för framtiden. Värdet påverkas om investerare köper, säljer eller behåller sina aktier. Ett företags finansiella rapport kan påverka investeraren till ett av de ovanstående alternativen. Vilka beslut som tas brukar alltid rationaliseras i efterhand, alltså är det svårt att fråga en investerare hur han tänkte i ögonblicket då aktierna köptes, såldes eller behölls (Årsredovisning, 2012).

I jämförelse med stockholmsbörsen som gick ner mer än 50 % under finanskrisen gick Castellumaktien ner cirka 30 % vilket påvisar hur stabila och långsiktigt inriktade de är.

Eftersom vi valt att ange stängningskurs årets sista handelsdag, har 2007 fått en stor effekt på nedgången trots att genomsnittet på året inte är så stor skillnad gentemot 2006.

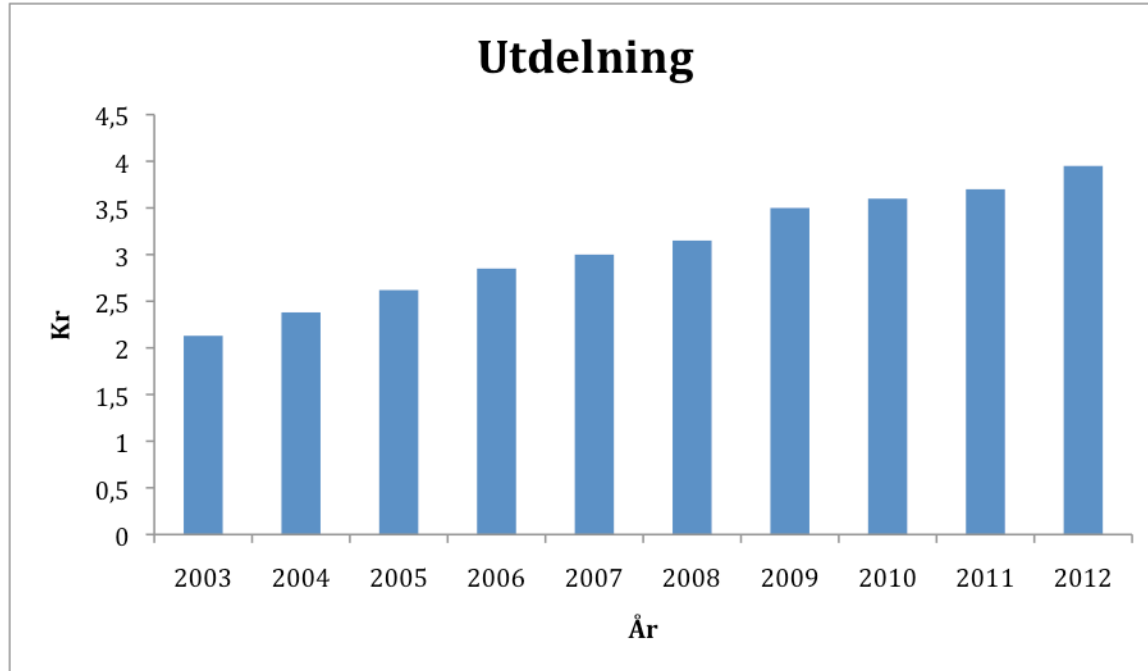
#### 4.7 Förvaltningsresultat



Figur 8

I diagrammet ovan presenteras Castellums förvaltningsresultat angivet per aktie över en tioårsperiod. Förvaltningsresultatet beräknas genom skillnaden på intäkter och kostnader. Castellum har kunnat visa på tillväxt i förvaltningsresultatet under den angivna perioden, vilket går i linje med företagets uttalade mål där förvaltningsresultat per aktie skall ha en årlig tillväxt på 10 % (Årsredovisning, 2012).

## 4.8 Utdelning



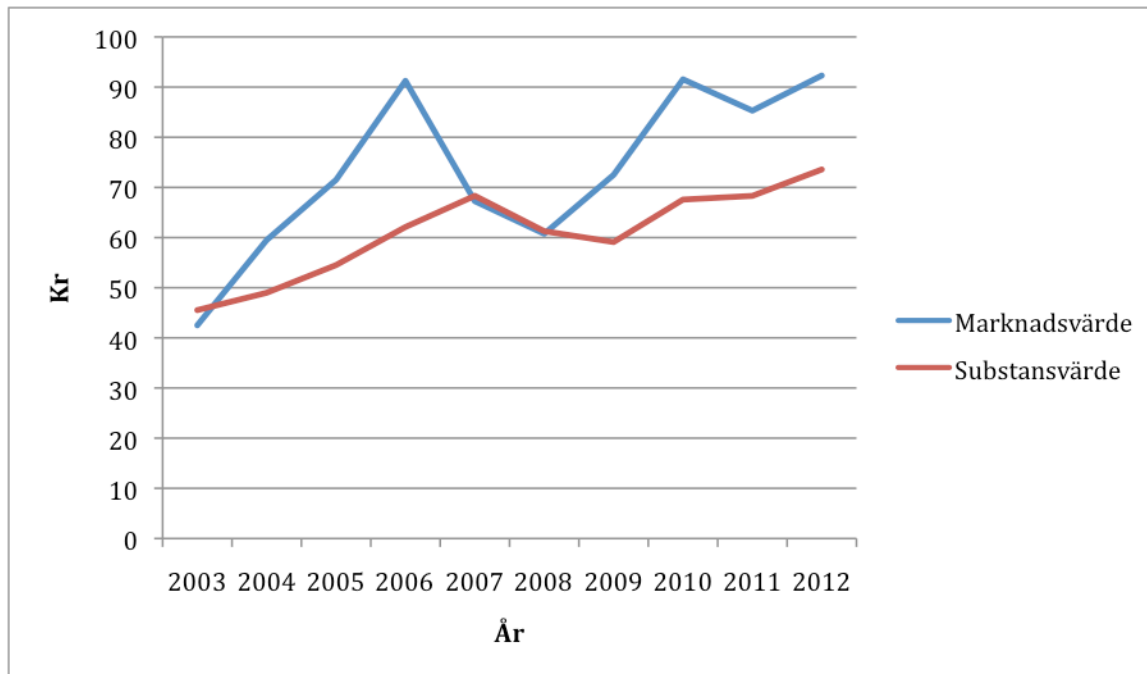
Figur 9

Castellum har som policy att dela ut 50 % av förvaltningsresultatet, det vill säga hälften av bruttoresultatet med avdrag för av- och nedskrivningar. Eftersom förvaltningsresultatet har ökat varje år har därmed också utdelningen ökat. Enligt företagets finansiella rapport har detta mål uppnåtts under samtliga år vi har undersökt (Årsredovisning, 2012).

## 5. Diskussion

I diskussionen jämförs och analyseras det insamlade empiriska materialet med den utvalda referensramen i rapporten. Vidare presenteras tänkbara förklaringar till dess utseende och om det föreligger något uppenbart samband mellan kurvorna och hur de egentligen förhåller sig till varandra.

### 5.1 Graf mellan marknadsvärde och substansvärde



Figur 10

Diagrammet ovan visar hur Castellums marknadsvärde och substansvärde förhåller sig till varandra, samt den eventuella värder relevans som uppstår. Frågan vi ställer oss är hur det kommer sig att marknadsvärdet skiljer sig så pass mycket från substansvärdet samtidigt som de följer ungefär samma utveckling förutom händelsen under krisen. Vi har diskuterat möjliga förklaringar till varför graferna mellan marknadsvärdet och substansvärdet ser ut som de gör.

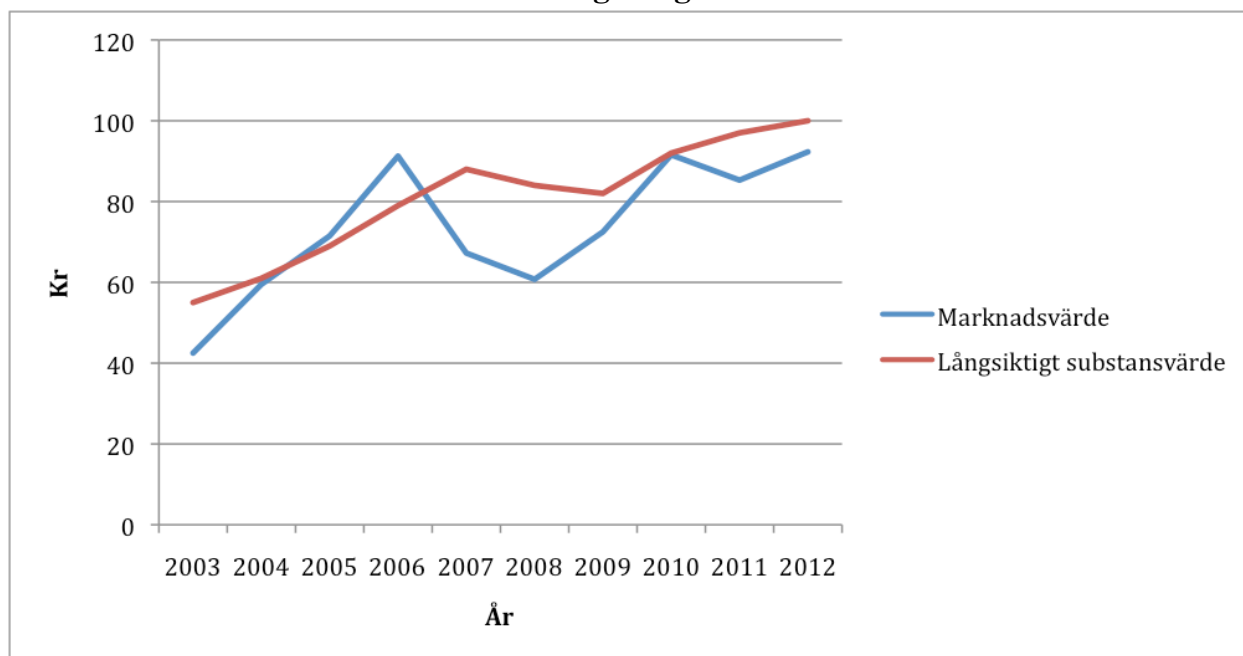
Om vi utgår från bilden ovan är Castellums substansvärde under perioden undervärderat i jämförelse med marknadsvärdet, vilket kan bero på olika saker. Att marknadsvärdet är högre kan bero på dolda reserver som inte syns i substansvärdet. Mellan 2007 och 2008 ligger linjerna väldigt jämnt, nästintill parallellt, vilket kan bero på att svenska företag enligt föreställningsramen måste anpassa försiktighetsprincipen vid värdering av fastigheter. Försiktighetsprincipen hjälper Castellums substansvärde att inte falla ner i samma dal som marknadsvärdet eftersom tillgångarna värderas till verkligt värde. En annan orsak till att linjerna sammanfaller under de krisdrabbade åren kan bero på att det snarare är marknadsvärdet som

faller ner på dess faktiska värde tillsammans med Castellums substansvärde och därmed övervärderat under resterande tid.

Något som är svårt att förstå är varför linjerna ligger parallellt under en kort period för att sedan hastigt avvika. Det kan vara mänsklig påverkan, att investerare börjar tro på Castellum igen efter krisen som gör att marknadsvärdet återhämtar sig snabbt. Det behöver inte vara så att de tror på företaget, utan snarare ser en möjlighet att öka sitt kapital eftersom individer handlar med sina privata pengar samtidigt som företaget handlar med sina fastigheter.

Hansson (2006) menar att förhållandet mellan substansvärde och marknadsvärde ofta är lågt för företag inom fastighetsbranschen, vilket vi kan styrka tack vare diagrammet ovan.

## 5.2 Graf mellan marknadsvärde och långsiktigt substansvärde



Figur 11

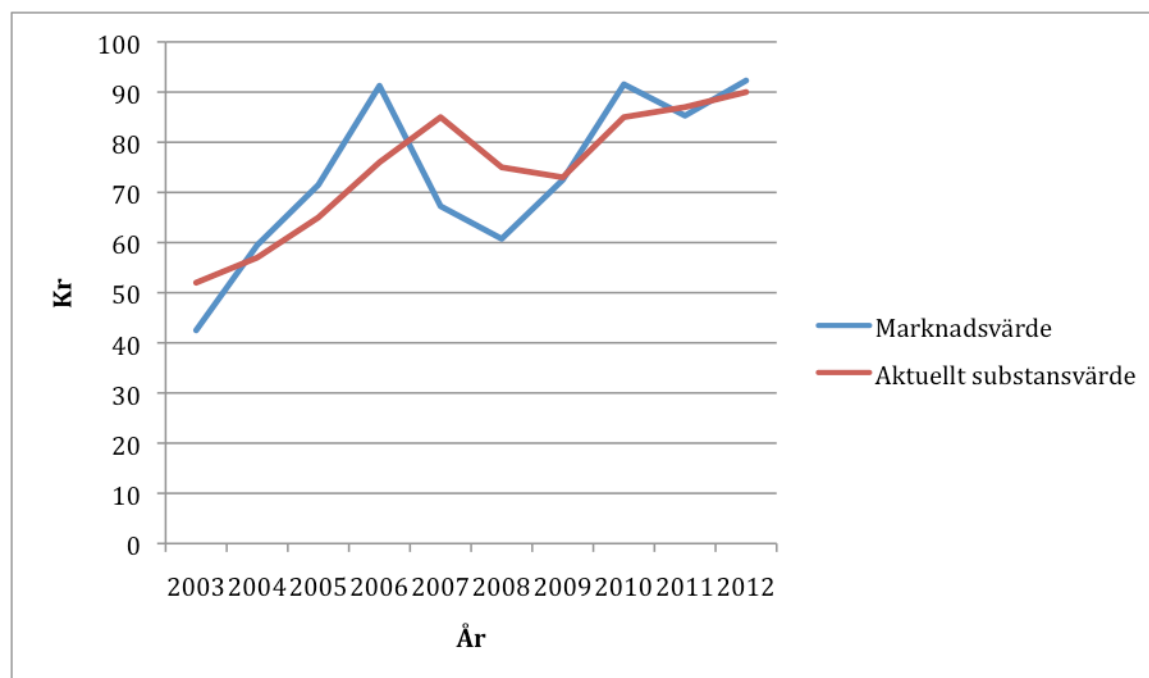
Diagrammet ovan visar hur Castellums marknadsvärde och långsiktiga substansvärde förhåller sig till varandra. Utifrån det långsiktiga substansvärdet har de under större delen av den studerade perioden varit övervärderade i jämförelse med marknadsvärdet. Det långsiktiga substansvärdet visar en stabil uppåtgående trend samtidigt som marknadsvärdet fluktuerar betydligt mer. Skillnaden kan ligga i att det långsiktiga substansvärdet beräknas på längre sikt och är därmed mer jämnt över en längre period, samtidigt som marknadsvärdet förändras dagligen.

Utifrån ovanstående graf visar Castellum en så stabil framtid att kurvan rör sig stadigt upp när övriga marknaden går in i en lågkonjunktur. Detta kan ge en rättvis bild av Castellums utveckling med tanke på att de sedan starten har haft en stabil och säker tillväxt vilket bevisar att de inte påverkas på samma sätt av marknadens fluktuationer. Långsiktigt substansvärde kan anses vara ett av de mest pålitliga nyckeltalen eftersom fastigheter oftast handlas på längre sikt, med fem till tio års planering. Detta ger dem en mer säker utveckling mot framtiden och anses mer pålitlig för långsiktiga investerare. Investerare och övriga marknaden var till en början inte lika säkra på Castellum under krisåren, trots att företaget själva värderade det långsiktiga substansvärdet högre under hela perioden.

Det finns dock ett samband mellan de två kurvorna som går att utläsa vid kursförändringarna. Det långsiktiga substansvärdet har en förskjutning i förhållande till marknadsvärdet, då det långsiktiga substansvärdet knappt ett år efter marknadsvärdet börjar gå i samma riktning. Detta kan bero på att årsredovisningen presenteras vid detta tillfälle vilket samlar in årets händelser.

Trots att de två kurvorna inte sammanfaller vid något tillfälle, förutom vid kraftiga upp- och nedgångar, tycker vi ändå att det långsiktiga substansvärdet på bästa sätt avspeglar branschen. Detta eftersom fastigheter oftast handlas på längre sikt.

### 5.3 Graf mellan marknadsvärde och aktuellt substansvärde



Figur 12

Diagrammet ovan visar hur Castellums marknadsvärde och det aktuella substansvärdet förhåller sig till varandra. Enligt Polesie är aktuellt substansvärde ett väldigt osäkert sätt att jämföra med,

men enligt vår undersökning borde det vara denna graf som på bästa sätt visar sambandet mellan aktuellt substansvärde och marknadsvärdet. Detta eftersom de två kurvorna borde vara jämbördiga då båda ger ett värde av samma företag vid ett mer aktuellt tillfälle. De följer varandra rätt bra men med lite tidsfördröjningar vid några tillfällen. Pettersson anser att det inte finns någon fast relation mellan dessa tal på kort sikt, vilket vi anser att det gör eftersom kurvorna rör sig på liknande sätt. Marknaden rör sig lite mer upp och ner men Castellum följer efter, vilket tyder på att det finns ett visst samband mellan dessa två värden trots de oändligt många fler faktorer som påverkar förändringen på marknadsvärdet än på substansvärdet.

#### **5.4 Samtliga substansvärden**

Det som går att utläsa från ovanstående diagram är att följande kurvor har uppåtgående trend, men frågan är hur länge kan de fortsätta med denna utveckling. Det finns olika förklaringar till detta men antingen är det på grund av deras affärsstrategi eller är fastighetsmarknaden en så stabil marknad. De har byggt upp en kommunikation med aktieägarna som fungerar eftersom de svarar och tror på företaget. Sedan de grundades har deras intäkter ökat varje år och under hela tidsperioden vi undersökt gått någorlunda uppåt vilket kan utläsas ur den säkra utdelningen som stiger för varje år och ger investerarna avkastning. Det finns inga bevis att framtiden kommer fortsätta i samma trend men det finns olika verktyg som teknisk- och fundamental analys när man vill försöka se framtidens utveckling. Men det kan även vara så att de väljer att framföra värdena som lyfter företaget. Vilket gör att vi måste förstå vad som ligger bakom siffrorna.

Men det finns även förändringar i kurvorna som är svåra att förstå då det inte finns någon förklaring till varför de lutar åt ett visst håll. Som sagt så är inte analyser allt längre utan människors känslor och tro blandas in. Eftersom marknaden är globaliserad kan det hända att någon investerar i aktier som de inte vet något om utan går endast på den tekniska analysen vilket ger marknadsvärdet en kurva som egentligen inte stämmer överens med företagets utveckling.

#### **5.5 Fördelning av förvaltningsresultatet**

Intäkterna i Castellums verksamhet utgörs av hyresintäkter och ränteintäkter medan kostnaderna består av driftskostnader, underhåll, tomträttsavgäld, fastighetsskatt, administration samt räntekostnader. Förvaltningsresultatet beräknas genom att minska ovanstående intäkter med kostnaderna. Detta resultat har ökat varje år, men har däremot inte alltid uppfyllt det uttalade mål på 10 %. Utav detta förvaltningsresultat delas hälften ut till aktieägarna och hälften tillfaller ledningen för vidare investering. Eftersom Castellum aktiverar den hälften som tillfaller ledningen så ökar intäkterna samtidigt som en ökning i det befintliga beståndet gör att vinstmålet ökar varje år. Denna stabila uppåtgående trend utan fall är ovanlig bland dagens företag vilket gör att vi ställer oss frågan hur länge detta kommer hålla. När kommer det att smälla för Castellum som det gjort för otaligt många andra företag på aktiemarknaden. I nuläget ser vi inga tendenser till

varför Castellum skulle hamna i denna situation eftersom hyran måste betalas för att hyresgästerna ska kunna fortsätta bedriva sin verksamhet och därmed kan Castellums intäkter anses vara något mer säkrade. Samtidigt ställer vi oss frågan varför dem inte skulle påverkas, med tanke på hur ostabil marknaden faktiskt är. Det är svårt att förutspå hur marknaden kommer att agera i framtiden, samtidigt som Castellums förväntade utveckling i stor utsträckning påverkas av vad investerare tror. Förväntad framtid bygger alltså på antaganden som påverkas genom kommunikation, siffror och förändring. Den finansiella informationen förändras mycket snabbare idag, vilken måste granskas med tätare intervall i dagens föränderliga samhälle.

### **5.6 Psykologins påverkan på marknadsvärdet**

Anledningen till varför marknadsvärdet har fluktuerat mer kan bero på effekten av den mänskliga reaktion som uppstår vid olika händelser. De påverkar värdet genom att flockbeteende skapas genom att information ges ut, om vinden blåser åt något håll, rykten, eller turbulens. Denna information kommer oftast genom nyheter, medier och analytiker vilket är mycket mer utbrett idag än förr. Eftersom pris och prisutveckling har större inflytande på marknadsvärdet än banker och finansinstitut, är det i stort sett individen själv som påverkar marknadsutvecklingen. Det är svårt att prognostisera långsiktligt beteende, men en avgörande detalj är om individen på sikt tror på företaget och dess verksamhet. Om marknaden är dynamisk blir det lättare att analysera på kort sikt.



## 6. Slutsats och framtida forskning

*I detta avsnitt diskuteras problemformuleringen och besvaras i en slutlig förklaring utifrån analysen. Avslutningsvis ges förslag till fortsatt forskning inom detta område.*

### 6.1 Slutsats

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att aktiemarknaden inte är en perfekt eller effektiv marknad eftersom det är individers beteenden så som girighet, skräck, panik, känslor, medier och förhoppningar som styr marknadens utveckling. Aktörerna på marknaden investerar med eget kapital när Castellum investerar i fastigheter, vilket gör att risken finns på olika områden. Eftersom utvecklingen på börsen påverkas globalt, får trenderna större slagkraft idag vilket påverkar investerare att köpa, sälja eller behålla sin andel. Då de fortfarande kan förlora sitt eget kapital trots att de tror på företaget i framtiden. Det är oftast den tekniska analysen som används vid aktiehandel trots att den fundamentala analysen har tagits fram för att få en säkrare värdering på marknaden. Men det bästa hade varit en kombination av fundamental och teknisk analys som ger störst möjlighet att lyckas med timingen vid affärer. Men det är inte samma faktorer som påverkar marknadsvärdet och substansvärdet, alltså har en jämförelse mellan dessa blivit komplicerad. Eftersom ovan nämnda faktorer påverkar marknadsvärdet och substansvärdet påverkas endast av företaget, existerar ingen enhetlig värderingsprincip, trots att det handlar om samma företag.

Utifrån vår analys kan vi se tendenser till att substansvärdet och marknadsvärdet för Castellum i stora drag går åt samma håll, men vi kan inte se något uppenbart samband mellan värdena. Castellum är ett så pass stabilt företag som varje år levererar ett bra resultat med gynnsam utdelning, vilket gör att det snarare är marknaden som gör att sambandet inte stämmer då den perfekta marknaden inte verkar existera. Den styrs av så oändligt många olika beteenden och element vilket gör att det inte finns någon specifik teori som förklarar marknadens utveckling. Alltså går värdena åt skilda håll.

Slutligen kan vi konstatera att det inte finns något tydligt samband mellan substansvärde och marknadsvärde, alltså har studiens frågeställning gett ett negativt resultat. Detta har sin grund i att bevis existerar, men de stämmer inte överens med hur det borde vara och vi kan inte förklara varför det tilltänkta sambandet inte existerar. Därmed återstår frågan vad som egentligen händer på marknaden.

### 6.2 Fortsatt forskning

Efter att ha avslutat denna studie har vi kommit fram till att det vore intressant att vidare studera andra branscher, men även att jämföra såväl företag från olika branscher som inom samma bransch. Alltså ett annat fastighetsbolag för att se om det föreligger någon skillnad dem emellan.

Man hade även kunnat undersöka hur korrelationen hade sett ut under tidigare tidsperiod, för att inte ha med vad som hände under 2008 och 2009. Ytterligare ett alternativ hade varit att jämföra det som hände under krisen på 90-talet i jämförelse med finanskrisen 2008-2009.

## 7. Referenser

### Litteratur

Fars samlingsvolym. (2012). *Redovisning*. [34:e uppd. utg.] Stockholm: Far Akademi

Pettersson, Karl-Henrik. (1996). *Aktiemarknadens anomalier*. Göteborg: Groveda.

Nilsson, Henrik., Isaksson, Anders. & Martikainen, Teppo. (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur.

Hansson, Sigurd., Arvidsson, Per. & Lindquist, Hans. (2006). *Företags- och räkenskapsanalys*. Lund: Studentlitteratur

Smith, Dag. (2006). *Redovisningens språk*. Lund: Studentlitteratur

### Årsredovisningar

Castellums årsredovisning 2012

### Elektroniska källor

e24. (2010-08-16). *Fastighetsbranschen växlar upp efter krisen*. Hämtad från Nordero: <<http://www.nordero.se/2010/08/23/se/fastighetsbranschen-vaxlar-upp-efter-krisen-1211205>> den 2013-06-17

Ekonomifakta. (2013-05-02). *Börsutveckling i Sverige och USA*. Hämtad från Ekonomifakta: <<http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Finansiell-utveckling/Borsutveckling-i-Sverige-och-USA/>> den 2013-05-06

EPRA. (2011b). *European Public Real Estate Association*. Hämtad från EPRA: <<http://www.epra.com/about-us/>> den 2013-04-17

Europaportalen. (2013). *Finanskris*. Hämtad från Europaportalen: <<http://www.europaportalen.se/tema/finanskris>> den 2013-06-17

Fastighetsvärlden. (2013-02-15). *50 största bolagen 2012-13*. Hämtad från fastighetsvärlden: <<http://www.fastighetsvarlden.se/insyn/topplistor/50-storsta-bolagen-2012-13/>> den 2013-06-17

Finansinspektionen. (2008-11-18). *Remissbemötanden och författningskommentarer*. Hämtad från finansinspektionen:

<[www.fi.se/upload/30\\_Regler/10\\_FFFS/2008/remissbemotanden\\_0826.pdf](http://www.fi.se/upload/30_Regler/10_FFFS/2008/remissbemotanden_0826.pdf)> den 2013-06-17

Fundamental analys. (2008). *Fundamental analys*. Hämtad från fundamentalanalys:

<<http://fundamentalanalys.se>> den 2013-06-02

Hansén, Erik. (2010-06-28). *Lär dig teknisk analys*. Hämtad från Tradingportalen:

<<http://www.tradingportalen.com/teknisk-analys/>> den 2013-06-02

Markets. (2013-06-02). *Vad är teknisk analys?*. Hämtad från Markets:

<<http://www.markets.com/sv/education/technical-analysis/what-is-technical-analysis.html>> den 2013-06-02

Nationalencyklopedin. (2013-04-26). *Substansvärde*. Hämtad från Nationalencyklopedin:

<<http://www.ne.se/lang/substansvärde>> den 2013-04-26

Regeringskansliet. (2011-11-02). *Finanskrisen 2008 – en sammanfattning av regeringens åtgärder*. Hämtad från regeringskansliet: <<http://www.regeringen.se/sb/d/15334/a/179329>> den 2013-06-17

Torssell, Johnny. (2010-01-14). *Teknisk vs fundamental analys*. Hämtad från randomwalk:

<<http://www.randomwalk.se/articles/126/1/Teknisk-vs-fundamental-analys/Sida1.html>> den 2013-06-02

Worldinproperty. (2012-06-24). *Fastighetsbranschen fortsatt stabil*. Hämtad från

Worldinproperty: <<http://worldinproperty.se/article/fastighetsbranschen-fortsatt-stabil--1984>> den 2013-06-17

## **Artiklar**

Barth, M. Beaver, W & Landsman, W. *The Relevance of Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View*, Journal of Accounting and Economics 31, 2001

EPRA. (2011a). *European Public Real Estate Association Reporting*. Best Practices Recommendations, August 2011

Kim Hiang Liow, (2003). *Property Company Stock Price and Net Asset Value: A Mean Reversion Perspective*. Journal of Real Estate Finance and Economics, 27:2, 235-255, 2003

Nylander, S. (2012). *Samband mellan substansvärde och aktiekurs: En studie av 9 fastighetsbolag och 4 investmentbolag*. Hämtad Libris: (Student paper). KTH.

### **Figurer**

Figur 1: Information hämtad från: di.se. (2013). *Svenska index*.  
<<http://www.di.se/indikatorer/svenska-index/>> den 2013-04-25

Figur 2: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 3: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 4: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 5: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 6: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 7: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 8: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 9: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 10: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 11: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012

Figur 12: Egen bild, information hämtad från: Castellum årsredovisning 2012