



GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

Att värdera tillgångar kräver flera perspektiv

En studie om tre fastighetsföretags frammarsch

Kandidatuppsats i Företagsekonomi

Externredovisning 15 hp

Vårterminen 2015

Handledare: Professor, Thomas Polesie

Författare: Adam Clarholm och Stefan Tveit

Nyckeltal och definitioner

Balansdagen

Sista dagen på företagets redovisning, räkenskapsår, normalt ett år, 1 jan till 31 dec.

Belåningsgrad, %

Summan av alla räntebärande skulder på balansdagen i relation till totala tillgångar vid samma tidpunkt.

Direktavkastning, %

Driftnetto i procent av fastigheternas utgående marknadsvärde.

Driftnetto, Mkr

Summan av hyresintäkterna med avdrag för de kostnader hänfödda till driften, som fastighetskostnader och administration

Globalisering

Ett samlingsbegrepp som avser ökad rörlighet över gränser för kapital, arbetskraft, varor och tjänster.

Genomsnittlig ränta, %

Genomsnittlig räntesats för räntebärande skulder på balansdagen.

Hävstångseffekten

En hävstång har företag som finansierat sig med hjälp av lån. Något förenklat fungerar det så här, ett företag köper ett hus för 1 Mkr och 100 Tkr betalar de kontant och resterande del tar de i lån. Om värdet på huset skulle förändras med 10 % alltså +/- 100Tkr innebär det för företagets investering en förändring om 100 % vinst eller förlust. Större hävstång innebär således en större risk och tvärtom.

Hyresvärde, Mkr

Avtalade hyreskontakt, samt bedömning av marknadshyra för vakanta lokaler

Orealiserade värdeförändringar

Värdeförändringar på derivat uppkommer vid räntenivåförändring och fastigheter vid flera interna och externa faktorer dock påverkas inte kassaflödet om de inte säljs.

Räntetäckningsgrad, ggr

Ett mått som skall visa säkerhetsmarginal för i hur stor utsträckning vinsten täcker räntekostnaderna.

Soliditet, %

Förhållandet mellan eget kapital och totalt kapital. Visar hur kapitalstrukturen ser ut, för påvisa hur stor andel av företaget som är eget kapital och lån.

Totalavkastning, %

Årets driftnetto, justerat för fastigheternas innehavstid, inklusive värdeförändringar i fastigheterna i relation till redovisat värde på fastigheterna. (Källa: Hemfosa Årsredovisning 2014).

Uthyrningsyta bostad/ lokaler och samhällsfastigheter, %

Uthyrningsbar yta i förhållande till total uthyrningsyta, (kvm).

Vakansgrad, %

Uthyrd yta i förhållande till total uthyrningsbar yta, (kvm).

Sammanfattning:

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Extern redovisning, Kandidatuppsats, VT 2015.

Författare: Adam Clarholm och Stefan Tveit

Handledare: Thomas Polesie

Titel: Att värdera tillgångar kräver flera perspektiv - *En studie om tre fastighetsföretags frammarsch*

Bakgrund och problem: Fastighetsbranschen är en kapitalintensiv bransch där tillgång till kapital är av stor vikt för verksamhetens möjlighet till tillväxt. Under senare år har bolag med högre transaktionstempo och skuldsättningsgrad utvecklats mer än det relativt sätt mer traditionella försiktigare företagen. Att bara slå ihop de ingående värdena i fastigheterna för att sedan komma fram till ett absolut tal har med tiden inte visat sig vara fullt så enkelt som man kan tro.

Syfte: Syftet med uppsatsen är att identifiera och kartlägga, samt jämföra den ekonomiska strukturen för tre relativt nyetablerade fastighetsbolag med olika ägarstruktur. Vidare syftar uppsatsen på att urskilja likheter och skillnader i bolagens värdeskapande. Samtidigt undersöka hur makrofaktorer som konjunktur, räntor, inflation, kreditmarknad och förändringar i samhället är med och påverkar företagets utveckling och gestaltning.

Avgränsningar: Urvalet i studien är begränsat till analys av tre fastighetsbolag med stark utveckling mellan 2008-2014. Studien avser att analysera två börsnoterade företag Balder, Hemfosa och onoterade Willhem.

Metod: I denna uppsats tillämpas ett hermeneutiskt förhållningssätt som betyder tolkningslära. För att på ett förenklat vis beskriva företagen tillämpas två teoretiska modeller, fyrkants och trekantsmodellen. Tillsammans kan modellerna förklara finansiell utveckling och företagets mjuka delar som gömmer sig bakom siffrorna. Empirin och teorin förstärks genom att lyfta in ett extern perspektiv för att kunna förklara hur fastighetsbranschen fungerar i diskussionskapitlet.

Resultat och slutsatser: Undersökningen visar att alla tre företagen har stora förhoppningar om framtiden och det får också stor betydelse för värderingen som då ger ett förbättrat resultat i redovisningen. Tillgångarna värderas på historiska intäkter och kostnader, men framförallt ett antagande om framtida kassaflöden. För användaren av den finansiella informationen ser det bara positivt ut, men den bilden som målas upp tar ingen hänsyn till att man inte kan förutspå framtiden. Det är dessutom svårt för användaren av finansiella informationen att bilda sig en uppfattning även på grund av att redovisningarna inte går att jämföra.

En liten förändring kan få dramatiska följder, framförallt på grund av faktorernas sammankoppling. Avkastningskrav och vakansgrad är exempel på sådana, förändras den ena förändras med stor sannolikhet även den andra.

Förslag till fortsatt forskning: En jämförelse av fastighetsföretags syn på framtiden skiljer sig åt, samt identifiera ifall de tydligt förklarar bakomliggande faktorer som antaganden grundas i. IFRS föreställningsram innehåller kriteriet jämförbarhet, men hur jämförbara är redovisningarna?

1.0 INLEDNING	1
1.1.0 BAKGRUNDSBESKRIVNING	1
1.2.0 PROBLEMDISKUSSION	1
1.2.1 Fler fastighetsbolag på börsen	1
1.2.2 Dolda värden i fastighetsbolag	2
1.3.0 SYFTE	3
1.4.0 PROBLEMFÖRMULERING	3
1.4.1 Studiens frågeställningar	3
1.5.0 AVGRÄNSNINGAR	3
1.6.0 DISPOSITION	4
2.0 METOD	5
2.1.0 TILLVÄGAGÅNGSÄTT	5
2.2.0 VETENSKAPLIGT PERSPEKTIV	5
2.3.0 URVAL AV ÄMNE OCH STUDIEOMRÅDE	6
2.4.0 DATA OCH INFORMATIONSSAMLING	6
2.5.0 TROVÄRDIGHET & KÄLLKRITIK	7
3.0 TEORETISK REFERENS RAM	7
3.1.0 TEORETISKA MODELLER BESKRIVER VERKLIGHETEN	7
3.1.1 Fyrkantsmodellen	8
3.1.2 Trekantsmodellen	9
3.2.0 STRATEGI, AFFÄRSIDÉ OCH LEDARE	11
3.3.0 EXTERNA EFFEKTER OCH DESS PÅVERKAN PÅ BRANSCHEN	11
3.3.1 Sveriges riksbank, inflation och styrräntan	12
3.3.2 Konjunktur	13
3.3.3 Finanskriser och varför de uppstår	13
3.4.0 DET ALLMÄNNA PENSIONSSYSTEMET	14
3.5.0 VÄRDERING OCH REDOVISNINGSPRINCIPER	15
3.5.1 International Accounting Standards Board (IASB)	15
3.5.2 Jämförbarhet - En förstärkande egenskap	15
3.5.3 IAS 40- Värdering av förvaltningsfastigheter	15
4.0 EMPIRI	16
4.1 FASTIGHETSBRANSCHENS UTVECKLING	16
4.1.1 Finans- och bostadskraschen som kom inifrån Sverige på 90-talet	17
4.1.2 Finanskraschen 2008 som kom utifrån	17
4.1.2 Hur transaktionsmarknaden påverkades	18
4.2 BALDER	20
4.1.1 Företagspresentation	20
4.2.2 Ägarstruktur	20
4.2.2.1 VD Erik Selin	20
4.2.3 Affärsidé, strategi och mål	21
4.2.4 Värdering	21
4.2.5 Väsentliga händelser utifrån årsredovisningen	22
4.2.5.1 Årsredovisning 2008	22
4.2.5.2 Årsredovisning 2009	23
4.2.5.3 Årsredovisning 2010	23
4.2.5.4 Årsredovisning 2011	23

4.2.5.6 Årsredovisning 2012	24
4.2.5.7 Årsredovisning 2013	24
4.1.5.8 Årsredovisning 2014	24
4.3 HEMFOSA	25
4.3.1 Företagspresentation	25
4.3.2 Ägarstruktur.....	25
4.3.2.1 VD Jens Engvall.....	26
4.3.3 Affärsidé, strategi och mål	26
4.3.4 Värdering.....	27
4.3.5 Väsentliga händelser utifrån årsredovisningen.....	28
4.3.5.1 Årsredovisning 2013	29
4.2.5.2 Årsredovisning 2014	29
4.4 WILLHEM	30
4.4.1 Företagspresentation	30
4.4.2 Ägarstruktur.....	30
4.4.2.1 VD Mikael Granath	30
4.3.3 Affärsidé, strategi och mål	32
4.3.5 Värdering.....	32
4.3.5 Väsentliga händelser utifrån årsredovisningen.....	33
4.3.5.1 Årsredovisningen 2011	33
4.3.5.2 Årsredovisningen 2012	33
4.3.5.3 Årsredovisningen 2013	34
4.3.5.4 Årsredovisningen 2014	34
5. DISKUSSION	35
5.1 FASTIGHETSBRANSCHEN	35
5.1.1 Hur branschen utvecklats.....	35
5.2 FÖRETAGENS FINANSIELLA STRUKTUR, LEDARSKAP, ÄGANDE OCH EXPONERING MOT MARKNADEN ...	37
5.2.1 Balder.....	38
5.2.2 Hemfosa.....	39
5.2.3 Willhem.....	40
5.2 Värderingens betydelse	41
5.2.1 Företagens likheter, skillnader och marknadsexponering.....	42
6.0 SLUTSATS	43
6.1 FORTSATT FORSKNING	44
7.0 KÄLLFÖRTECKNING	45
7.1.0 TRYCKTA KÄLLOR	45
7.1.1 Böcker.....	45
7.1.2 Artiklar och tidningar	46
7.2.0 ELEKTRONISKA	46
7.2.1 Bilder.....	48
7.2.2 Årsredovisningar.....	49
7.2.1.1 AP-Fonderna.....	49
7.2.1.2 Balder	49
7.2.1.3 Willhem	49
8.0 BILAGOR	50

1.0 Inledning

1.1.0 Bakgrundsbeskrivning

Fastighetsbranschen brukar delas upp i fyra segment, där byggande och förvaltning av bostäder och lokaler skiljs åt. I Sverige finns det många aktörer som förvaltar fastigheter. Förvaltningsfastigheter definieras enligt skatteverket som *“fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring eller en kombination av dessa snarare än för (a) användning i ett företags verksamhet för produktion och tillhandahållande av varor och tjänster eller för administrativa ändamål (=definition av rörelsefastigheter) eller (b) försäljning i den löpande verksamheten”*.¹ Denna studie behandlar företag vars verksamhet, enligt ovan definieras som förvaltningsfastigheter.

1.2.0 Problemdiskussion

1.2.1 Fler fastighetsbolag på börsen

Fastighetsbolagens intresse för börsen har ökat, sannolikt hänger detta ihop med bankernas försiktighet till utlåning efter de senaste finanskriserna. Många av bolagen söker nytt kapital för att få utökad handlingsfrihet och fortsätta utveckla verksamheten. Börsnotering eller nyemission är en möjlighet till att förändra tidigare bankfinansiering. Dagens fastighetsbolag på börsen kan sägas vara smalare och mer dynamiska, än bygg och fastighetsbolagen på 1980-talet. Idag ser bolagen goda möjligheter till både positivt värdeskapande och stadig direktavkastning.

Fastighetsbolagen på Stockholmsbörsen fortsatte att växa med kraft under 2014, och sektorn steg totalt med 33 %. Låga marknadsräntor har ökat intresset för aktier i fastighetsbolag. Fastighetssektorn med sin höga skuldsättning är därför en av de branscher som kan vinna mycket med hävstångseffekten. Fastighetsbranschen är en kapitalintensiv bransch där tillgång till kapital är av stor vikt för verksamhetens. Under senare år har bolag med högre transaktionstempo och låg soliditet utvecklats, relativt sätt de mer traditionella försiktigare företagen snabbare.²

¹ Skatteverket, *Förvaltningsfastigheter* (2015)

² Per Ericson. *Börskåkarna hetast i år* (2014)

1.2.2 Dolda värden i fastighetsbolag

Att bara slå ihop de ingående värdena i fastigheterna för att sedan komma fram till ett absolut tal har med tiden inte visat sig vara fullt så enkelt som man kan tro. Husen står kvar och är som de alltid varit och vid en viss tidpunkt skall värdet bedömas. Skillnaden i det ekonomiska värdet från tidpunkt till tidpunkt är snarare mer beroende av samhällets föränderlighet. Samhället påverkas i sin tur av många faktorer och aktörer. Finansiell stabilitet, köpkraft, infrastruktur, ränteläge och förmågan att ta lån är några externa aspekter som är av stor vikt när värdet skall bestämmas.

Värdet påverkas även av interna faktorer, det vill säga faktorer som företaget själv har kontroll över. Det kan vara ägare som är med och utvecklar, köper och säljer fastigheter för att tjäna pengar, hyresgäster som bor i husen och kreditgivare för lån. De har alla olika intressen och fastigheternas betydelse skiljer sig beroende vem man frågar. Det enklaste sättet att fastställa värdet på ett fastighetsbestånd är genom försäljning, vad någon annan är villig att betala för fastigheten, även kallad realisationsprincipen.³ När det inte skett någon faktisk försäljning är värderingen svårare att utföra. Det finns dock undantag när det enkelt går att utläsa ett pris ifrån en aktiv marknad för liknande tillgångar.

Fastigheter är ingen homogen tillgång eftersom värdet på olika objekt varierar avsevärt beroende på exempelvis geografiskt läge och skick. Vid värdering av denna typ av tillgångar kan ibland jämförelser med liknande sålda objekt göras. I många fall värderas objekten med kalkyler och bedömningar som bygger på antaganden. Därför kan värdet lätt uppfattas som subjektivt och helhetsbilden blir därför snedvriden. När kassafloödesmodeller tillämpas påverkas värdet av subjektiva uppskattningar och typiska egenskaper som kännetecknar fastighetsbranschen. Verksamheter som handlar med fastigheter hanterar tillgångar med stort värde i balansräkningen, därför kan de antaganden som gjorts i kalkyler få stor effekt på slutligt redovisat värde.⁴

Hur företag bäst skapar värde och tillväxt beror på rådande samhällsklimat och strategin som tillämpas. De ska säkerställa att företaget står sig mot olika interna och externa krafter många år fram över. Framförallt handlar det om att sätta upp mål och sen komma på hur man skall nå upp till dem.⁵ Besluten grundas på var och ens uppfattning om vad som kommer eller kan inträffa i framtiden och vilka risker man är villig att ta.

³ Thomas Polesie, Niklas Bengtsson. *Från fastighetskris till Castellum*. (1995 s. 43).

⁴ Johan Lorentzon, *Att värdera tillgångar*. (2011 s. 12-15)

⁵ Polesie, Bengtsson s. 197

1.3.0 Syfte

Syftet med uppsatsen är att identifiera och kartlägga, samt jämföra den ekonomiska strukturen för tre relativt nyetablerade fastighetsbolag med olika ägarstruktur.

Vidare syftar uppsatsen på att urskilja likheter och skillnader i bolagens värdeskapande. Samtidigt undersöka hur makrofaktorer som konjunktur, räntor, inflation, kreditmarknad och förändringar i samhället är med och påverkar företagens utveckling och gestaltning.

Studien kretsar kring frågor om intern gestaltning, företagsstyrning samt externa faktorer som har och kan tänkas påverka dessa.

1.4.0 Problemformulering

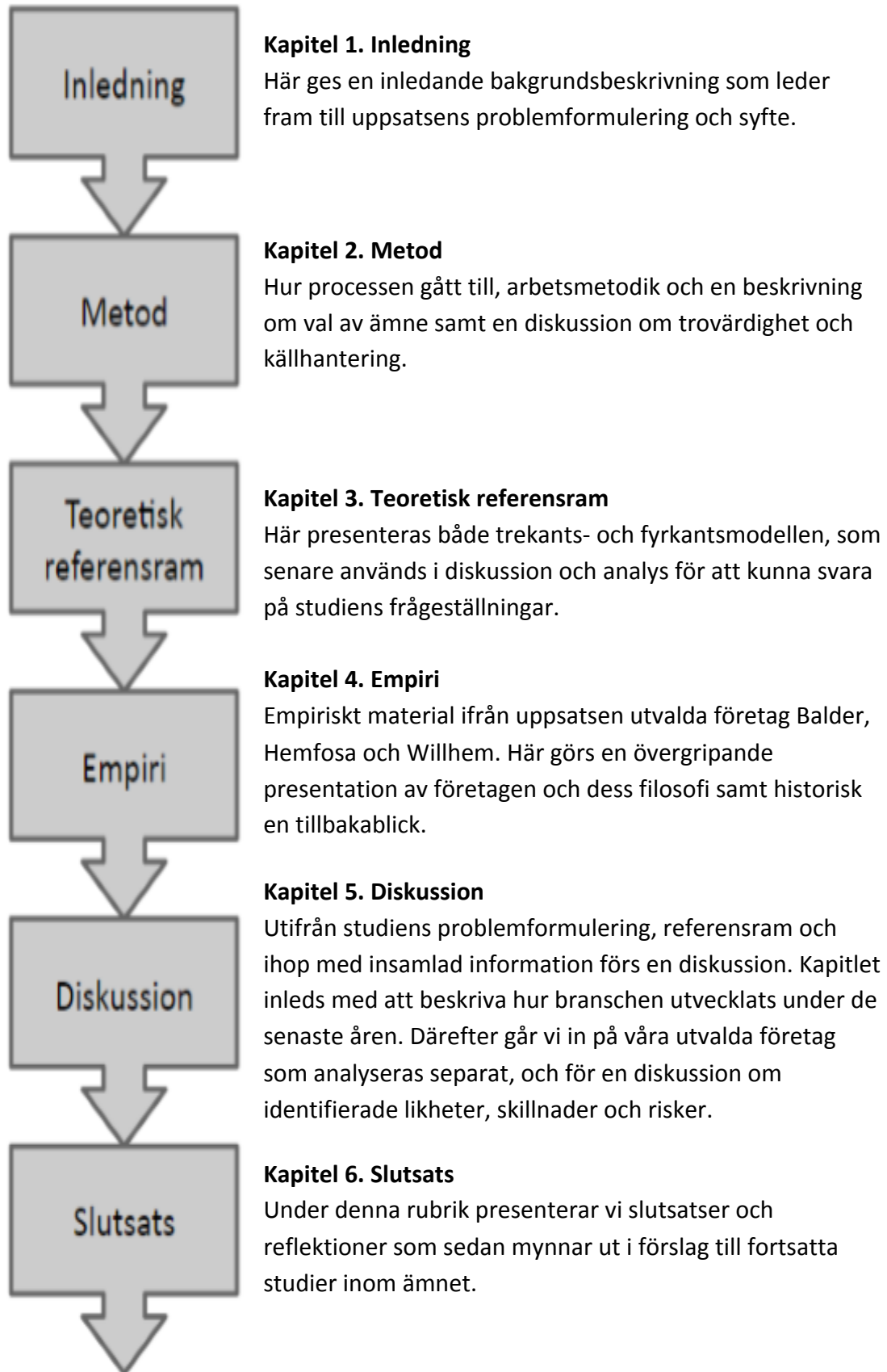
1.4.1 Studiens frågeställningar

1. Hur har kapitalstrukturen för utvalda fastighetsbolag utvecklats?
2. Handlar företagen olika för att skapa värde och gör de olika bedömningar om framtiden?
 - 2.1. Har förändringar i samhället, faktorer utanför företagets kontroll påverkat företagets värde, möjligheter och val?

1.5.0 Avgränsningar

Urvalet i studien är begränsat till analys av tre fastighetsbolag med stark utveckling mellan 2008-2014. Studien avser att analysera två börsnoterade företag Fastighets AB Balder, Hemfosa och ett icke noterat, Willhem AB.

1.6.0 Disposition



2.0 Metod

2.1.0 Tillvägagångsätt

Vi skriver om tre fastighetsbolag och vilka värden som gömmer sig där bakom och hur de skapats. Det gör vi utifrån både ett externt och internt perspektiv. Det externa perspektivet innehåller alla faktorer som är med och påverkar företagen och som det själv inte kan kontrollera. Vi undersöker varför bostadskriser och finanskriser inträffar och hur dessa påverkat fastighetsbranschen.

Därefter lyfter vi in ett internt perspektiv som innehåller allt som påverkar företagen och som de själva kan styra över. För att beskriva företagens finansiella struktur använder vi oss av fyrkantsmodellen. En teoretisk modell som lätt förklarar ett företags finansiella ställning, det vill säga tillgångar, skulder och eget kapital och sätter dessa i relation till varandra för att skapa en historisk beskrivning. Företagens mjukare sidor beskriver vi med hjälp av trekantsmodellen som i aktuell bransch representeras av människorna som bor i fastigheterna och arbetar med husen, byggnaden och ekonomin.

2.2.0 Vetenskapligt perspektiv

Idag finns det flera vetenskapliga förhållningssätt. Positivismen och hermeneutiken är två populära förhållningssätt, men också varandras motsatser. Positivismen handlar om att all vetenskap ska arbetas fram på samma vis, inhämtad information skall endast bestå av det kvantitativa slaget och forskaren skall ha en yttre relation till det studerade ämnet. På detta vis skall ett fullständigt objektiva resultat uppnås, eftersom inga egna tolkningar får göras. I denna uppsats tillämpas ett hermeneutiskt förhållningssätt som betyder tolkningslära. Enligt hermeneutiken är forskaren fri att argumentera, flera synvinklar kan presenteras och poängen är att ge ny förståelse som kan fortsätta att utvecklas.⁶

I denna företagsjämförelse tillämpas både kvalitativa och kvantitativa metoder för en så fullständig analys som möjligt. I detta fall handlar den kvalitativa delen om att ge en helhetsbild av det utvalda företaget genom företagspresentation och analys gällande drift och styrning. Den kvantitativa metoden handlar om att empiriskt kvantifierbart material samlas in för vidare analys, i vårt fall har företagets årsredovisningar bearbetats för att genomföra en finansiell analys med fokus på förändringar i företagets kapitalstruktur.

⁶ Runa Patel, Bo Davidsson, *Forskningsmetodikens grunder*, (2010 s.22-30)

2.3.0 Urval av ämne och studieområde

Vi valde att skriva om företag vars verksamhet utgörs av förvaltningsfastigheter eftersom det intresserade oss hur företag värderar sina fastighetsbestånd. Vi såg hur företag gjorde stora positiva värdeförändringar, och på så vis uppvisade gott slutresultat utan att egentligen ha gjort någonting, så kallat orealiserade värdeförändringar. För att förstå detta närmre började vi läsa på om vad det innebär att värdera till verkligt värde.

Vidare fick vi kontakt med vår handledare Thomas Polesie som är professor i företagsekonomi. Polesie har utbredd kunskap om fastighetsbranschen och kunde bidra med flera intressanta förslag på företag att undersöka.

Samtliga fastighetsföretag vi valde har upplevt en kraftig utveckling i redovisade tillgångar. Undersökningen grundar sig i hur företagen skapar värde, dess gemensamma drag och olikheter. Fastighetsbranschen har länge varit reglerad för att säkerställa att aktörer handlar långsiktigt. Därför är det särskilt intressant när bolag, under relativt kort tid, lyckas mångdubbla värdet på dess tillgångar.

Till vår hjälp fick vi i tidigt skede tips på litteratur för att skapa oss en tydlig och överskådlig blick över fastighetsbranschen. I litteraturen presenterades flera synvinklar på hur fastighetsföretag kan skapa värde och på så sätt utvecklas. För att kunna genomföra företagsjämförelser tillämpades två teorier, fyrkantsmodellen samt trekantsmodellen. Med hjälp av modellerna är det möjligt att tydligt återge en bild över hur företagens kapitalstruktur förändrats över tiden.

2.4.0 Data och informationsinsamling

En studie kan utgå ifrån antingen primär eller sekundär data. Primärdata är sådan information som själv samlas in i form av exempelvis intervjuer och enkätundersökningar. Sekundärdata är information som finns tillgänglig, färdig rådata som någon annan arbetat fram. I denna undersökning bygger informationen på sekundärdata i form av årsredovisningar ifrån studerade företag, böcker, artiklar samt tidigare uppsatser. Fördelen med sekundärdata är att informationen finns tillgänglig för allmänheten, viktigt att poängtera är dock att för att informationen skall kunna användas måste tolkningar göras. Dock måste tillförlitligheten till insamlat material beaktas med viss försiktighet då hög grad av subjektivitet är vanligt då företagen presenterar sig själva i exempelvis årsredovisningar.⁷

⁷ Mälardalens högskola, *Primär- och sekundärkällor* (2015)

2.5.0 Trovärdighet & Källkritik

I samhället finns idag en tendens till mycket hög tilltro till företagens egna tillgängliga finansiella rapporter. Det är dock viktigt att beakta att värden i redovisningar bygger på antaganden som gjorts i verksamhetens kalkyler. Detta gör det svårare för användaren att granska och analysera finansiella rapporter.⁸

Som extern användare kan det vara problematiskt att få en fullständig förståelse för värderingsmodeller och möjligheten att avgöra en enskild parameters egentliga relevans. Därför är kraven höga på den som värderar och den som granskar. Det förekommer flera fall där bedömning av en tillgång fått helt olika värden på grund av bristande kompetens. I sin tur får det som konsekvens att tillgångar redovisas till orealistiska värden som inte speglar verkligheten.⁹

Utmaningen i det här arbetet som hos många andra är att som utomstående observatör förstå vilka orsaker och aspekter som ligger till grund för det som vi observerar. Det är viktigt att förstå att människor handlar på olika sätt och många gånger har olika mening för den som handlar och den som lugnt observerar.¹⁰

3.0 Teoretisk referensram

3.1.0 Teoretiska modeller beskriver verkligheten

Samspelet mellan människor och företag, vad som inträffat och varför, kan många gånger vara svårt att förklara och beskriva utan att vital information går förlorad. Frågans komplexitet besvaras oftast med hjälp av modeller som belyser vissa utvalda faktorer, som mer eller mindre centrala för händelseförloppet. De är till för att hjälpa oss förstå, förklara eller förutse olika utfall. Modellerna bygger dock på att människorna som fattar beslut är rationella, men så är inte alltid fallet. Ibland fattas beslut utifrån egna övertygelser, intressen och yttre påverkan. Därför krävs flera perspektiv för att beskriva en händelse och varför den uppkommit.¹¹

⁸ Johan Lorentzon s. 13-14

⁹ IBID

¹⁰ Polesie, Bengtsson s. 6

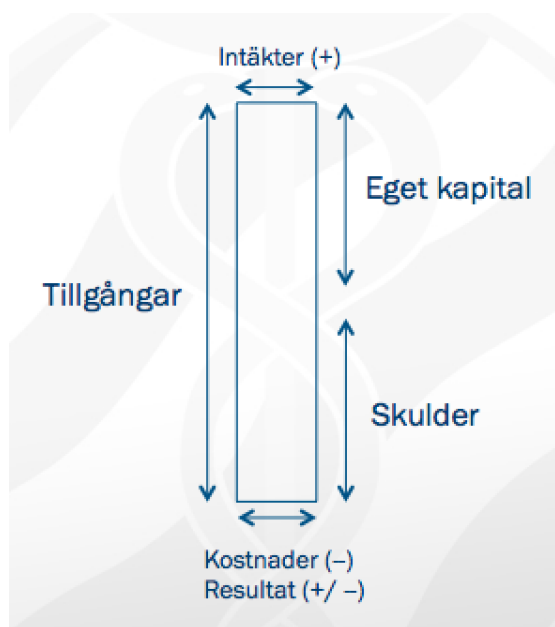
¹¹ Ewa Broniewicz och Thomas Polesie, *Våra villkor i verkligheten* (2011 s. 38-42)

3.1.1 Fyrkantsmodellen

Det är inte alltid lätt att skapa sig en bild av innehållet i ett företags resultat och balansräkning. I många fall beskrivs företag på ett komplicerat sätt, enligt Polesie kan det vara en fördel att tillämpa en enkel modell som avspeglar verkligheten. Det finns flera sätt att belysa vilken typ av tillgångar ett företag har och utveckling av resultat och eget kapital kan beskrivas på många vis. Ett exempel på en modell som enkelt ger en beskrivande bild av företaget är fyrkantsmodellen.¹²

Fyrkantsmodellen syftar till att ge en övergripande bild av ett bolags finansiella struktur och visa uppdelningen mellan skulder, tillgångar, eget kapital samt intäkter och kostnader.

Modellens olika sidor representerar ett företags balans och resultaträkning, där toppen av figuren visar redovisade intäkter och botten företagets kostnader och resultat. Den högra vertikala delen på figuren speglar eget kapital och skulder och den vänstra sidan visar tillgångar ifrån balansräkningen. Fördelen är att jämförelser mellan år kan utläsas genom modellens proportioner. Storleken på den utformade figuren kan sedan användas för att jämföra olika år, vilka proportioner figuren får varieras mellan olika branscher. Kapitalintensiva branscher som fastigheter och elproduktion får generellt högt och smalt utseende.¹³



Modellen kan också tillämpas som ett hjälpmedel gällande strategiska frågor eftersom eventuella storleksförändringar på figuren visar risknivån i företaget.

I detta arbete framställs bilderna i skala 1:5 där 1 centimeter motsvarar 5 miljarder.

¹² Lorentzon s. 56-57

¹³ Thomas Polesie, *Drift & Finans* (1995 s. 18-20, 29-38, 45-55)

3.1.2 Trekantsmodellen

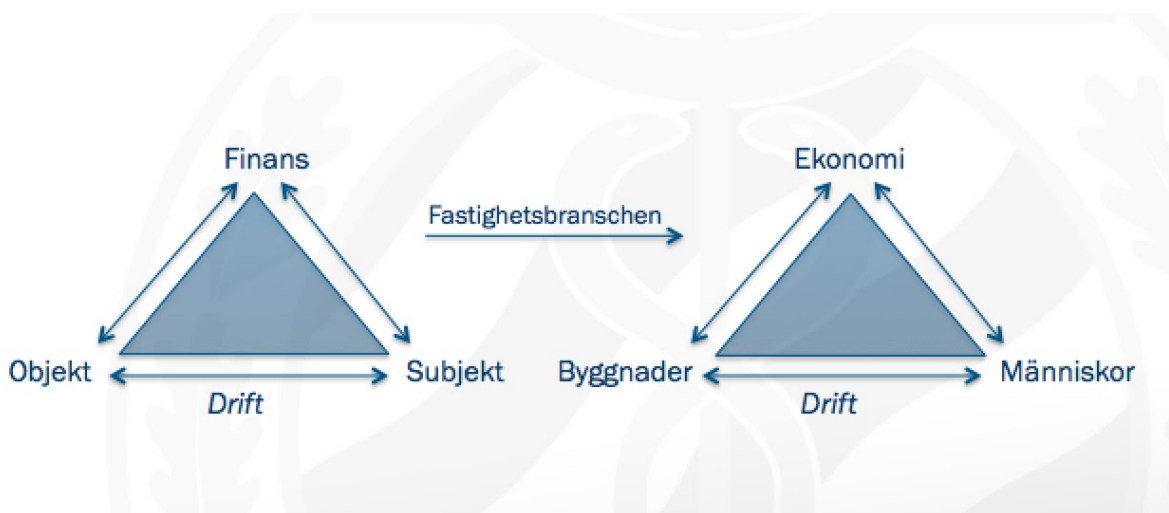
*“Dagens fokusering på enbart internationella redovisningsnormers bokföringsteknikaliteter leder lätt till att redovisare glömmar att företags fortlevnad inte är summa av alla värderingar i resultat- och balansräkning”.*¹⁴

Med det menas att företags fortlevnad inte enbart går att förklaras med bokföringen, istället behöver detta ses utifrån ett bredare perspektiv. Exempelvis kan företagets relation till kund vara förklaringen till dess fortlevnad. Modellen ska ses som ett första steg i den riktningen, ett analysverktyg för att förklara olika sorters samspel. Den kan användas som ett komplement till fyrkantsmodellen eftersom trekantsmodellen skapar en översikt mellan företagets olika områden och relation till varandra.

Inom modellen ryms tre perspektiv där objekt, finans och subjekt beskrivs. Främst kom den till för att ta vara på företagets mjuka sidor och dela upp driften i subjekt och objekt och till sist föra samman de två perspektiven med finansdelen.

Finans visar företagets finansiella ställning och belyser intäkterna av försäljning av produkter och tjänster, och hur dessa tillför nytt kapital till företaget.

Subjekt representerar företagets personal och kompetens som bidrar till företagets fortlevnad. Objekt är den beskrivande delen, kärnan som förklarar företagets verksamhet.



Teorin utgår från modellen till vänster för att sedan ha anpassats till fastighetsbranschen i bilden till höger (Lundkvist, Polesie, Torfason, 2012).

¹⁴ Polesie. I samtal med.

När modellen tillämpas belyser samspelet inom ett företag och vilka utbyten som sker. De dubbelriktade pilarna visar att det sker utbyten åt båda hållen. I vårt fall har ekonomi och människor till höger det vill säga hyresgästerna, som till exempel betalar in hyra och i utbyte ser de till att lägenheterna och husen ses över. Mellan ekonomi och husen kan de visa att verksamheten företaget bedriver ger avkastning. Grunden i modellen utgörs av byggnader (objekt) och människor (subjekt) och ett förhållande kan beskrivas som, människorna har behov av att bo och byggnaden behöver människor för att inte förfalla. Om bolagen själva ansvarar för förvaltningen eller endast äger fastigheter kommer samspelet mellan byggnad och människor vara olika stort.

Fastighetsbeståndet brukar delas upp i bostäder och kommersiella fastigheter och lokaler, där kommersiella fastigheter är avsedda för affärsverksamheter i vinstdrivande syfte. Ytterligare ett segment har växt fram på senare år, samhällsfastigheter som definieras enligt följande: *”Fastighet som brukas till övervägande del av skattefinansierad verksamhet och är specifikt anpassad för samhällsservice. Dessutom inkluderas trygghetsboende under begreppet samhällsfastigheter”*.¹⁵

Vanligtvis riktar företagen in sig mer på det ena än det andra. Bostäder, samhällsfastigheter och kommersiella lokaler skiljer sig åt eftersom att bostäder är reglerade genom hyressättning, men än så länge finns ingen sådan reglering för kommersiella lokaler och samhällsfastigheter.¹⁶

Basen i trekantsmodellen kallas även för driften, det som genererar intäkter åt företaget. Likaså som i fyrkantsmodellen antas det att drift inte kan uppstå utan finans och tvärtom. Undantag kan finnas i tjänsteföretag då det inte behöver finnas produktion eller varor. Det som är viktigt att understryka när trekantsmodellen används är att även om man med hjälp av modellen lyckas förklara hur sambanden hänger ihop, förmår inte trekantsmodellen att tydliggöra hur betydelsefullt samspelet mellan människorna, husen och ekonomin är. Det kan gå att uppnå genom att göra sidorna mindre långa efter dess nivå av påverkan på företagets förmåga att förlöpa och generera vinst.

¹⁵ Eddie Ekberg. *Gemensam definition för samhällsfastigheter* (2014)

¹⁶ Gustav Lundkvist, Thomas Polesie, Asgeir B Torfason. *Att bygga en stad* (2012 s. 20)

3.2.0 Strategi, affärsidé och ledare

Strategi handlar om att leda en verksamhet åt samma håll, att få verksamheten att utföra unika aktiviteter som skiljer sig ifrån konkurrenter. För att skilja sig ifrån konkurrenter måste företag leverera högre värde, ett liknande till ett bättre pris eller göra både och, på detta vis kan företag överträffa sina konkurrenter och nå en konkurrensfördel.¹⁷

Ledare roll blir mer viktig när företagen ständigt påverkas av olika åsikter och krafter. De tvingas under hög press fatta beslut. Besluten innebär "trade-offs", att företaget inte längre kan utföra andra handlingar än den som precis beslutats. Detta blir ett sätt att kommunicera nuvarande marknadsposition till medarbetarna. En kedja av aktiviteter leder företaget framåt. Anställda får då bättre förståelse för vad som ska göras och vad som inte ska göras.¹⁸

Ett företags förmåga att identifiera och anpassa sig till förändringar i sin interna och externa omgivning brukar kallas strategisk flexibilitet. Det vill säga att genom snabba beslut tillsätta resurser och hantera situationer som innebär förändringar. Det är inte alltid resurser behöver tillsättas, strategisk flexibilitet handlar också om att ta beslut om kunna strypa resursåtgång och ta andra initiativ direkt. Därför är det av stor vikt att chefer hittar balans i en verksamhets resursåtgång, att undvika att lägga kraft på ogynnsamma projekt och istället ge ökat resurstöd där det behövs.¹⁹

3.3.0 Externa effekter och dess påverkan på branschen

Tillgång till kapital är essentiellt för fastighetsbranschen och aktörers förmåga att genomföra nya investeringar. Det är därför viktigt att förstå vad som styr tillgången på kapital. När behovet av pengar är större än vår egen tillgång skaffar vi lån, som oftast efterföljs av en kostnad och ett löfte om återbetalning. Kostnaden bestäms av en så kallad ränta, och en låg ränta leder till mindre kostnader för den som tar lånet och tvärtom. Den räntan som är överordnad all annan ränta i Sverige styrs av Riksbanken och genom den styr de även aktiviteten och investeringsviljan i samhället. Vi kommer i kommande avsnitt undersöka vad som påverkar den räntan och hur framtidsutsikterna ser ut. I efterföljande avsnitt förklaras vad som menas med konjunktursvängningar och varför finanskriser uppstår.

¹⁷ Michael E. Porter, *What is Strategy?* (1996 s. 61-78)

¹⁸ IBID

¹⁹ Shimizu, K. och M.A. Hitt. *Strategic flexibility: Organizational preparedness to reverse ineffective strategic decisions*, (2004 s.44-59).

3.3.1 Sveriges riksbank, inflation och styrräntan

Sveriges riksbank, också kallad centralbank har till uppgift att skapa stabilitet i det finansiella systemet och hålla penningvärdet stabilt. Detta syftar främst till den allmänna prisnivån, det vill säga att priserna i en ekonomi inte stiger för snabbt. När priserna stiger i en ekonomi kallas det för inflation. Riksbankens övergripande mål är att hålla inflationen kring 2 procent, där flera faktorer är med och påverkar hur snabbt priserna stiger.

Det finns flera risker med hög inflation, varför inflationsmålet blivit så viktigt. Erfarenheter från Sverige visar att det försvårar företagets långsiktiga planering, exempelvis genom att det är svårt att fastställa framtida kostnader, vilket gör att prissättningen för produkter och tjänster blir svårt. Hög inflation driver även upp räntorna i en ekonomi, som innebär ökade kostnader för företag, som också kan hämma investeringsvilja och aktiviteten i en ekonomi. Inflation kan uppstå på flera sätt. Riksbanken kan själv vara orsaken, genom att trycka stora mängder pengar, vilket försvagar värdet på pengar som i sin tur får priserna på varor och tjänster att stiga. Prisbildningen påverkas då efterfrågan på varor och tjänster är större än utbudet eller när tjänst-, produktionskostnaderna ökar. Inflationen i samhället styrs även av företag och hushålls prisförväntningar om framtiden.²⁰

Riksbanken råder över inflationen med hjälp av styrräntan eller reporäntan som den också kallas. Det är genom den som banken kan förändra priset på pengar som påverkar aktiviteten i ekonomin och inflationen på olika sätt. Full effekt av en förändring av styrräntan uppnås först efter ett till två år, men det första som händer är att dagslåneräntan ändras. Det är den räntan banker lånar till eller lånar av riksbanken. Dagslåneräntan är alltså den ränta som sätts till en dag, och eftersom marknadsräntorna ska vara en spegelbild av den förväntade utvecklingen i den, har riksbanken indirekt kontroll. Om alla andra faktorer än räntan hålls konstant och den höjs, stannar ekonomin upp och lägre aktivitet som medför ett lägre inflationstryck och tvärtom om räntan skulle gå ner.

Riksbanken beslutar normalt sätt om reporäntan sex gånger om året och lämnar i samband sina prognoser för reporäntan, den så kallade reporäntebanan, för de närmaste åren. Reporänta bestämdes senast 28 april 2015 och är satt till -0,25%.²¹

ÅR	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Reporäntan	3	4	2	0,25	1,25	1,75	1	0,75	0

Utgången för december varje år

Källa: Riksbanken (2015)

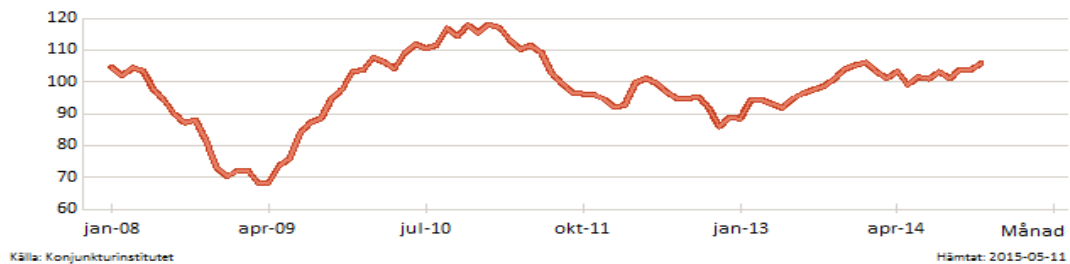
²⁰ Sveriges Riksbank. *Vad är inflation?* (2011)

²¹ Sveriges Riksbank. *Aktuell prognos för reporänta, inflation och BNP* (2015)

3.3.2 Konjunktur

Barometerindikatorn

100 = Normalt konjunkturläge



ekonomifakta

Indikatorn

Diagrammet ovan visar Sveriges konjunktursvängningar mellan åren 2008-2014.

Konjunkturcykeln påverkar i stort sätt alla i samhället. Detta innebär för samhället ökad arbetslöshet och minskade intäkter. Under en lågkonjunktur sjunker företagens vinster och intäkter och arbetslösheten ökar. Därmed minskar den offentliga sektorns intäkter samtidigt som dess utgifter stiger. Det betyder att det finns ett intresse av att kunna förutsäga konjunkturen för att veta hur samhällets resurser ska hushållas.

3.3.3 Finanskriser och varför de uppstår

Obalanser i en ekonomi i kombination med en övertro och för stark optimism leder till ökade priser på tillgångar, som många gånger finansierats med hjälp av lån. När priserna på den underliggande tillgången sjunker långt under lånevärdet får det en rad negativa effekter som slutligen kan leda samhällen in i en finanskris.

Varför det i teoretiska modellerna inte går att förutse kriser, kan bero på vilka scenario och risker modellen ska undvika och vilka antagande som görs. En makroekonomisk modell återspeglar tidigare historiska kriser och en viss makroekonomisk fråga. Om en liknande kris aldrig tidigare uppstått är det svårt att med hjälp av de tidigare modellerna, förutse vad en viss händelse kommer få för konsekvenser för framtiden. Vidare bygger de flesta makroekonomiska teorierna på ett grundläggande antagande om att det råder jämvikt i ekonomin, efterfrågan och utbudet skall vara lika stort. Den jämvikten är central inom dagens makroteori, men viktigt är även rationella beslutsfattare och väl fungerande marknader. Finanskrisen är ett icke jämviktsproblem, där irrationella beslut tas och marknaden slutar fungera optimalt. Därför saknar traditionella makroteorier verktygen för att förklara exakt vilka faktorer som kommer ligga bakom framtida finanskriser.²²

²² Klas Fregert & Lars Jonung. *Makroekonomi* (2010 s.27, 539-544)

3.4.0 Det allmänna pensionssystemet

Alla som arbetar, får lön och betalar skatt i Sverige får allmän pension och det är AP fondernas uppgift att förvalta inkomst- och premiepensionskapitalet. De är en så kallade buffertfond, uppdelade i första till fjärde och sjätte AP fonden. I första till fjärde förs kapital ut vid överskott och kapital tas vid underskott i pensionsutbetalningarna, vilket gör pensionssystemet mer tåligt för olika påfrestningar. Sjätte AP-fonden tar också hand om buffertkapitalet, men är stängd, inget förs till eller från fonden.²³

Från början var buffertkapitalet indelat i tre fonder och skälet för det var att undvika maktkoncentration för statliga eller enskilda intressen. 1974 skapades en fjärde AP-fond med uppgift att investera i svenska bolag. Nuvarande AP-fondslagen började gälla den 1 januari 2001 efter en fempartiöverenskommelse som beslutats av riksdagen 1998. Första till fjärde AP fonden har identiska placeringsregler och gavs i och med överenskommelsen större friheter och ökad självständighet gentemot regering och riksdag. Det innebär att buffertkapitalet enbart skulle drivas av finansiella mål och inte ta näringspolitiska eller ekonomiskpolitisk hänsyn. Fonderna får heller inte ha en dominerande ställning i börsnoterade företag.²⁴

Det övergripande skälet till reformen var att pensionerna skulle anpassas i takt med den samhällsekonomiska förändringen.

Första AP-fonden förvaltar 284 miljarder kronor (31 december 2014) i en portfölj bestående av noterade aktier, räntebärande värdepapper, valuta, fastigheter, hedgefonder, riskkapitalfonder och dessa är placerade och investeras över hela världen.²⁵

AP-fondernas investeringar i fastigheter bestod främst av Vasakronan och Norrporten 2009-2010, men har de senaste sex åren fyrfaldigat sitt ägande. De summeras till 214 miljarder i 20 hel- eller delägda bolag varav 21 % av kapitalet återfinns utomlands.

(MDR)	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6	TOTALT
Portfölj	284	293,9	288,3	295	23,6	1184
Fastigheter	43,8 (15,5%)	48,9 (16,6%)	67,3 (23,3%)	41,1 (13,9%)	13 (55%)	214

Tabellen ovan visar AP-fondernas totala investeringsportfölj för året 2014 och hur stor andel som är investerat i fastigheter.²⁶

²³ AP-fonderna (2015)

²⁴ Regeringen. *AP-fonderna i pensionssystemet* (2012 s.16)

²⁵ Första AP-fonden (2015)

²⁶ Fastighetsvärlden (2015), Årsredovisning AP1-AP6

3.5.0 Värdering och redovisningsprinciper

3.5.1 International Accounting Standards Board (IASB)

IASB bilades 2001 genom en omstrukturering ifrån IASC, en organisation som arbetat med redovisningsharmonisering i form av IAS standarder sedan 1973. Sedan namnbytet kallas de nya standarderna och tolkningarna för IFRS. För att underlätta harmonisering av redovisning har IASB tagit fram en principbaserad föreställningsram som innehåller grunder för standarder som rör värdering, redovisning och rapportering. Med hjälp av föreställningsramen är målet att minska politiska och ekonomiska redovisningsskillnader runt om i världen. Under 2002 antog EU IAS-förordningen som medfört att IFRS måste tillämpas för alla börsnoterade koncerner inom EU.²⁷

3.5.2 Jämförbarhet - En förstärkande egenskap

Jämförbarhet är en kvalitativ och förstärkande egenskap enligt IASBs föreställningsram. Egenskapen är till för att underlätta för företag eller privat personer som står inför beslut om eventuell försäljning, förvärv eller investeringar. Informationen som hittas i finansiella rapporter kan ses som mer användbar om den enkelt går att jämföra liknande information för olika tidsperioder och företag. Begreppet syftar således på att kunna göra jämförelser mellan olika företag samt ställa samma företags årsredovisning mot varandra.²⁸

3.5.3. IAS 40- Värdering av förvaltningsfastigheter

Hur förvaltningsfastigheter skall hanteras i redovisningen finns reglerat i IAS 40 och värdet kan bestämmas genom anskaffningsvärdemetoden eller till verklig värde. Då det inte går att fastställa ett trovärdigt verkligt värde skall enligt IAS 40, punkt 53 anskaffningsvärde tillämpas. Definitionen av verkligt värde lyder "det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har intresse av att transaktionen genomförs". I första hand skall värdebeloppet hämtas ifrån en aktiv marknad, där ett pris enkelt kan fastställas (IAS 40, punkt 45). Om det inte finns en aktiv huvudmarknad, kan information ifrån en mindre marknad användas eller om inget av alternativen är möjliga kan ett tredje alternativ tillämpas, en kassaflödesmodell. Den medför att en värdering av framtida kassaflöden diskonteras till balansdagen och ett aktuellt värde erhålls.²⁹

²⁷ Marton mfl. *IFRS - i teori och praktik* (2012 s.2-13)

²⁸ IBID s. 35-36

²⁹ Lorentzon s. 35-36

4.0 Empiri

4.1 Fastighetsbranschens utveckling

Investeringar som görs i fastigheter är i stor mån beroende av rådande samhällsekonomisk situation. Fastighetsbolagen har stort intresse att ha god relation med bankerna, eftersom bankernas möjlighet och vilja att låna ut pengar spelar stor roll för majoriteten av de fastighetsaffärer som sker. Därför kan marknadsklimatet snabbt förändras beroende på aktuellt konjunkturläge.³⁰

Svenska banker har det kämpigt på många sätt i och med de extremt låga räntorna, men det har samtidigt inneburit att de kunnat finansiera sig själva extremt billigt. För bolåneverksamheten har det inneburit goda tider, de har sett bolånemarginalerna

Marginalen på bolån mars 2015



skjuta i höjden från 0,23 procentenheter under finanskrisen 2007-2008 till 1,63 idag. Bankernas bolånemarginaler är idag på rekordnivåer som innebär att fastighetslån är bankernas nya kassako. Detta ökar bankernas incitament att fortsätta med utlåningen.³¹

Källa: Finansinspektionen (2015)

Att finansiella kriser påverkar ekonomin i samhället är ett faktum, eftersom det historiskt blivit svårare att flytta resurser mellan låntagare och långivare. Detta har skett när optimismen på marknaden varit hög vilket medfört ökade priser på tillgångar, som i sin tur har lett till att tillgångarna slutligen rasar i pris. På kort tid har marknadsvillkoren omvänts som försatt samhället i en finansiell kris.

Sambandet mellan räntekostnaden och fastighetsmarknadens utveckling är mycket starkt. På senare tid har räntorna sjunkit kraftigt, i mitten på 90 talet kunde bostadsränta ligga kring 11-12 procent. Idag betalar gemene man sällan över 2 % för ett lån med samma villkor.³²

³⁰ Lundkvist, Polesie, Torfason. s. 20

³¹ Martin Rex. *Bolånemarginalerna oroar finansministern*. (2015 s 6-7)

³² Erik Wahlin. *Bygg tillsammans*. Affärsvärlden nr 21 (2015 s. 9-10)

4.1.1 Finans- och bostadskraschen som kom inifrån Sverige på 90-talet

Bakgrunden till den stora kris som Sverige upplevde 1990-talet berodde delvis på kreditregleringen 1985, att det blev fritt att låna pengar och valutareglerna 1989, då kapital fick röra sig över Sveriges gränser. Syftet med förändringen var nu att bekämpa inflation, jämfört med tidigare syfte att istället bekämpa arbetslöshet. Avregleringen medförde en rad förändringar i hushållens beteende, som fick alla att springa till banken. Den ökade viljan att ta nya lån ökade skuldsättningen i samhället, vilket drev upp priser på fastigheter, aktier och räntor. Detta förstärkte den redan försämrade situationen som kom att bli startskottet för det som senare ledde Sverige in i en finanskris.

Hushållens beteende ändrades till att amortera på lån istället för att konsumera, vilket fick den redan uppblåsta konsumtionen att tvärnita. De politiska åtgärderna fick alltså inte önskad effekt, istället ökade kostnader för lån genom sänkta inkomstskatter och ränteavdrag som eldade på krisen ytterligare. Pantsatta säkerheter för lån gick förlorade i och med de fallande priserna på fastigheter. Detta innebar för många att lånen var större än de underliggande tillgångarna.³³

Under samma tid började det spekuleras emot den svenska kronan som regeringen bestämt sig för att hålla kvar som fast växelkurs. Regeringen hade bestämt sig för att försvara kronan, och började höja räntan, i ett försök att hindra kronan för att tappa värde. Som högst stod räntan i hela 500 procent. Låntagarnas situation var inte längre hållbar och Sverige fick överge den fasta växelkursen och låta marknaden bestämma värdet. Det blev ett uppvaknande för Sverige och en ökad krismedvetenhet som möjliggjorde att politikerna kunde genomföra genomgripande reformer.³⁴

4.1.2 Finanskrisen 2008 som kom utifrån

Under början av 2000-talet tycktes världens ekonomi gå starkt med hög tillväxt. Kina och Ryssland anslöt sig till den globala marknaden och ett stort utbud av billiga varor fyllde marknaden. Detta innebar att inflationen hölls nere, som följdes av låga räntor. Denna kombination ledde till en tillväxt i raketfart. Liksom vid 90-talskrisen följdes låga räntor av ökade investeringar och det främst i fastigheter, som så också var fallet denna gången. Hushållens nyupptagna lån var dock mycket riskfyllda och det visade sig snabbt när priserna på fastigheter föll.³⁵

³³ Klas Eklund. *Vår Ekonomi*. (2014 s. 123-128)

³⁴ Forskningsportalen. *Vad var finanskrisen 1990?*

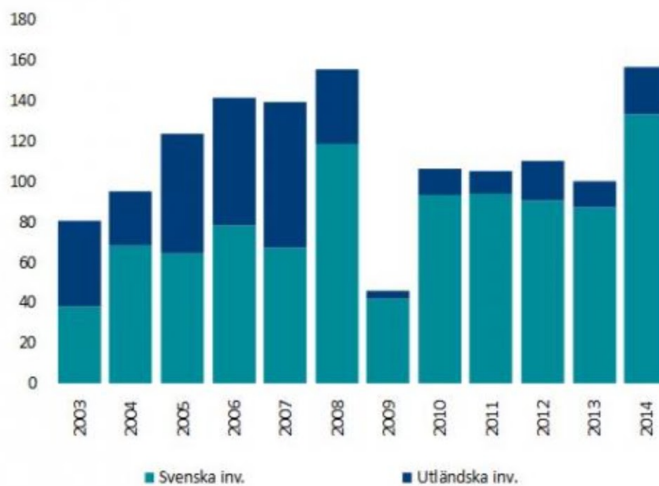
³⁵ Eklund s 123-128

Varför banker tilläts låna ut medel till osäkra hushåll berodde främst på dålig kontroll och övervakning av det finansiella systemet. Banker och finansiella institutioner fanns inte med i de makroekonomiska modellerna.

När bubblan väl sprack 2007, dök fastighetsmarknaden, som under 2008 övergick till en global kris när både banker och försäkringsbolag hotades av konkurs. Krisen utvecklades från att tidigare bara beröra fastigheter till en finanskrasch som innebar att aktier, priser på bostäder och andra värdepapper föll kraftigt, som drev världen in i en global lågkonjunktur som vi än idag är kvar i.³⁶

4.1.2 Hur transaktionsmarknaden påverkades

Transaktionsvolym 2003-2014, miljarder kronor



Källa: DTZ

Figuren ovan visar transaktionsvolymerna i miljarder kronor i Sverige och skiljer på svenska (gröna stapeln) och utländska (blåa stapeln) investerare från åren 2003-2014.

Under 2013 ökade transaktionerna i lägen utanför storstäderna och enligt analysföretaget Newsec är detta ett tydligt skifte på den svenska marknaden. Detta menar de främst beror på ökad riskvilja hos investerare, lägre vakansgrader och bättre tillgång på finansiering, vilket har gjort fastigheter utanför bästa läge till vinnare på marknaden.

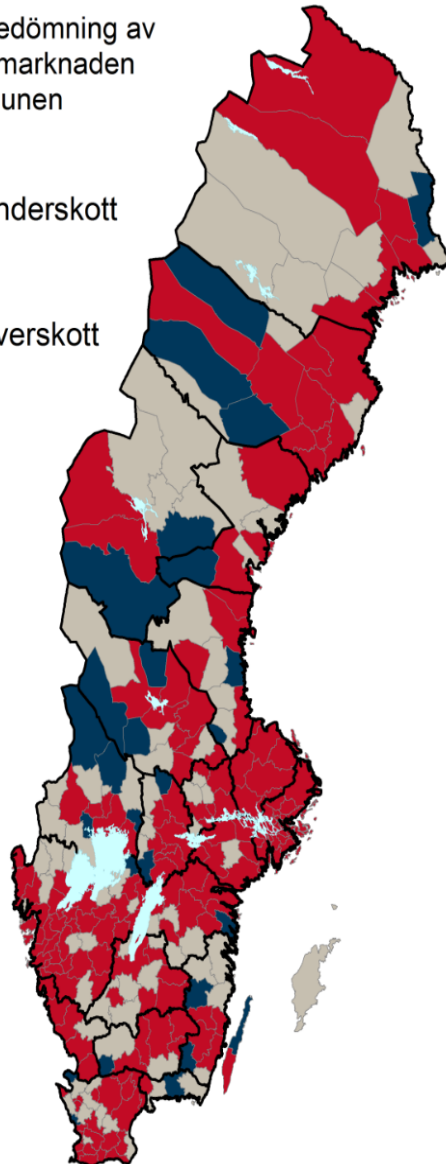
De som investerar mest är som tidigare är svenska institutioner och stora fastighetsbolag, skillnaden är vad för typ av objekt som köps. Efter finanskrisen var mönstret att investeringar i kontor och bostadsfastigheter i bästa läge och som nu skiftats mot sekundära lägen, som i ytterstaden och bedömda tillväxtstäder. Den totala andel utländska investeringar är fortfarande kvar på historiskt låga 14 procent.³⁷ Agneta Jacobsson och Karin Witalis. *Rekordhög transaktionsvolym år 2014 (2015)*

³⁶ Forskningsportalen (2015). *Vad var Finanskrisen 2008?*

³⁷ Agneta Jacobsson och Karin Witalis (2014). *99 miljard i transaktionsvolym 2013.*

Kommunernas bedömning av läget på bostadsmarknaden totalt sett i kommunen (januari 2015)

- Obalans, underskott
- Balans
- Obalans, överskott



Året efter slogs tidigare rekord, totalt såldes och köptes fastigheter för 156 miljarder kronor. De största aktörerna som genomfört köp 2014 var främst noterade och onoterade fastighetsbolag tätt följt av institutioner och fonder. Samma aktörer var även de som sålde flest objekt. Cirka 80 % av investerat kapital kom ifrån svenska aktörer. Av allt kapital som investerats i branschen stod bostäder och kontor för 27 respektive 25 procent. Stockholm med omnejd var fortsatt det mest eftertraktade området med en total investeringsvolym på 53 procent. I Västra Götaland investerades 10 procent och 8 runt om i Skåne. När investeringsvolymen summeras framgår det att cirka 30 procent av transaktionerna har skett i områden utanför Sveriges storstäder.

Samtliga kommuners bedömning av bostadsmarknadsläget som helhet, januari år 2015.
Källa: Bostadsmarknadsenkäten 2015, Boverket.

Bilden ovan visar att utbudet av bostadsfastigheter är lågt i många delar av Sverige och främst centrerat runt storstäderna. Affärer som kretsar kring kommersiella fastigheter har inte samma geografiska spridning jämfört med bostadsfastigheter.

*“Det ökade intresset för marknaderna utanför storstadsregionerna sammanhänger med att investerarna idag är beredda att ta mera risk. Fokus har gått från lågrisk till avkastning och därför har investerarna i ökad utsträckning intresserat sig för fastigheter i sekundära lägen, konstaterar Karin Witalis”.*³⁸

³⁸ Agneta Jacobsson och Karin Witalis. *Rekordhög transaktionsvolym år 2014 (2015)*

4.2 Balder

4.1.1 Företagspresentation

Balder bildades i juni 2005 ur tidigare börsnoterade Enlight AB. Bolagets fastigheter hade ett marknadsvärde på cirka 2 miljarder.³⁹

Idag är bolaget noterade på Nasdaq OMX Stockholm, Large Cap. Balders fastighetsbestånd består av 494 fastigheter och av dem är 319 bostäder med cirka 15000 lägenheter och ett redovisat värde om 14 113 Mkr. Resterande 175 fastigheter är kommersiella fastigheter med ett hyresvärde på 1 744 Mkr och ett redovisat värde om 23 269 Mkr. Bostadsfastigheterna är centrerat till Mellansverige med störst fokus i Göteborgsområdet, Mälardalen och Stockholmsområdet. I slutet av 2014 hade Balderkoncernen 313 anställda. Sedan 2006-01-01 till och med 2014-12-31 har Balders aktie stigit med 697 %, en markant ökning i jämförelse med fastighetsindex under samma period som endast stigit med 63 %.⁴⁰

4.2.2 Ägarstruktur

Erik Selin Fastigheter AB är huvudägare, med 38 procent ägande och 51,3 procent av rösterna. Övriga stora ägare är Arvid Svensson Invest och Swedbank Robur fonder, med 15,6 respektive 4 % av bolagets röster.⁴¹

4.2.2.1 VD Erik Selin

Efter att två år i rad blivit utsedd till fastighetsbranschens näst mäktigaste person, blev 2014 året han hamnade högst upp på listan. Erik Selin född 1967 är en man som började handla med aktier redan som 14-åring, efter sin ekonomiinriktade studentexamen ökade intresset för aktiehandel. När aktiemarknaden kollapsade under slutet på 80-talet hade Selin placerat stora summor på marknaden och han förlorade allt. Han kom snabbt på fötterna igen och vid 24-års ålder lyckades han förhandla till sig ett lån på 20 miljoner till ett fastighetsköp i Ängelholm. Han menar att han hade tur i kombination med att priserna på fastigheter pressats och kraftigt undervärderats under en 7-9-årsperiod. Det blev starten för Selins fastighetsbolag som idag värderas till cirka 40 miljarder kronor.⁴²

³⁹ Balder årsredovisning 2014

⁴⁰ IBID

⁴¹ IBID

⁴² Magnus Forhammar, *Erik Selin: En ödmjuk fastighetskung* (2006)

Vad som tydligt utmärker Erik Selin är hans sätt att se på verksamheten. I Balders övergripande strategi finns ingen tydlig affärsplan som syftar på årlig tillväxt. Selin berättar i en intervju med SvD att anledningen till frånvaro av tillväxtmål beror framtidens osäkerhet. Han anser att det är fel att sträva efter ett tillväxtmål om 10 % eftersom att ett sådant mål kan få bolaget att genomföra affärer som är ogynnsamma.

*“Hur ser det ut nästa år? Det vet inte jag. Vi kanske krymper. Det styrs av rätt tillfälle. Det vore fel och farligt att säga att vi ska växa med 10 procent per år eller med x miljarder”.*⁴³

4.2.3 Affärsidé, strategi och mål

*“Balder ska med lokal förankring förvärva, utveckla och förvalta bostadsfastigheter och kommersiella fastigheter belägna på orter som växer och utvecklas positivt”*⁴⁴

Balder har sedan 2009 haft denna affärsidé. Strategin i bolaget handlar om att skapa värde för kunder, ägare, medarbetare och samhället som helhet. Värde skapas genom goda kundrelationer, korta beslutsvägar, noggrant utvalda kostnadseffektiva förvaltningsalternativ samt att ständigt hålla en hög aktivetsnivå i förvaltning och transaktioner både i egen ledning och partnerskap. Balder har som målsättning att vara långsiktiga ägare, där stabila positiva kassaflöden och nöjda kunder ligger till grund för verksamheten. Företagets finansiella mål handlar om att ha en stadig och god avkastning på eget kapital, där soliditeten aldrig får sjunka under 35 % och en ränteteckningsgrad på lägst 1.5 %. För att fortsätta växa som bolag kommer utdelning på stamaktien kommande år vara låg eller helt utebli och på så vis få en förbättrad kapitalstruktur och likviditet.⁴⁵

4.2.4 Värdering

Fastighets AB Balder redovisar samtliga sina fastigheter till verkligt värde enligt IFRS standarder. Vid varje kvartal och årsskifte görs bedömningar av fastigheternas marknadsvärde. Dessa bedömningar görs genom interna värderingar, där fastigheterna värderats enligt avkastningsmetoden. Bedömda framtida kassaflödet bygger på hyresintäkter, drifts och underhållskostnader. Samtliga intäkter och kostnader är anpassade efter förväntade förändringar rörande uthyrningsnivå och hyresintäkter.⁴⁶

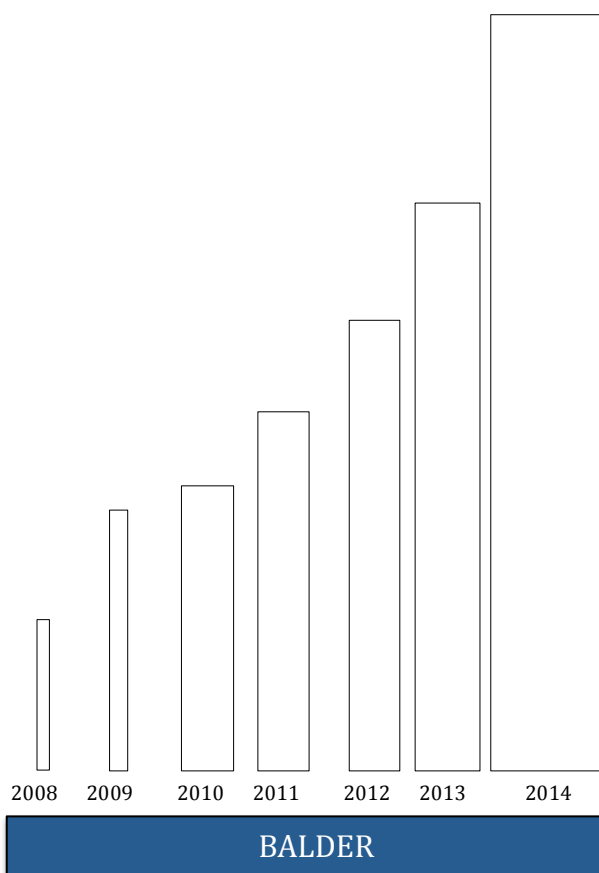
⁴³ Joel Dahlberg, *Fastighetskungen började från noll* (2011)

⁴⁴ Balder årsredovisning 2014

⁴⁵ IBID

⁴⁶ Balder årsredovisning 2014

4.2.5 Väsentliga händelser utifrån årsredovisningen



Figuren visar översiktligt hur Balders finansiella struktur har förändrats mellan 2008 till och med 2014. Staplarna visar vad som hänt utifrån företagets årsredovisningar. Nedan beskrivs de mest väsentliga händelserna som påverkat den finansiella ställningen.

Balders totala tillgångar på cirka 40 miljarder 2014 motsvarar en höjd på 8 centimeter och intäkterna på 6 miljarder motsvarar en bredd på 1.2 centimeter.

%	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Soliditet	23	24	31	35	35	37	36
Intäkter/anläggningstillgångar	8,5	7	19	15	11	12	15

Tabellen ovan ger en historisk beskrivning över Balders finansiella utveckling.

4.2.5.1 Årsredovisning 2008

Tillgångarna ökade till 7 038 Mkr på förvaltningsfastigheter och eget kapital sjönk med cirka 400 Mkr, vilket fick bolagets soliditet att minska. Under året förvärvas fastigheter för 679 Mkr och försäljning om 258 Mkr. Företaget redovisar negativa värdeförändringar på både fastighetsbeståndet och derivat, -200 Mkr och -330 Mkr, som påverkat årets resultat negativt. Värdeminskning på beståndet berodde främst på ett ökat avkastningskrav som sänkte den interna värderingen.⁴⁷

⁴⁷ Balder årsredovisning 2008

4.2.5.2 Årsredovisning 2009

Balder förvärvar fastighetsbolaget Din Bostad, förvärvet innebär att koncernens tillgångar över förvaltningsfastigheter uppgår till 12 669 Mkr. Förvärvet möjliggjordes genom en apportemission som i sin tur ökat hela koncernens egna kapital med 1218 Mkr. Hyresintäkterna steg och uppgick totalt till 854 Mkr. För året gör bolaget sitt hittills bästa förvaltningsresultat, som efter skatt blev 248 Mkr. Förklaringen till resultatförbättringen beror i stor utsträckning på ökade hyresintäkter, värdeförändringar i fastighetsbeståndet (nettoförändring på 4 Mkr, varav -15,8 realiserat), samt minskade finansiella kostnader och ett förbättrat finansnetto om cirka 300 Mkr.⁴⁸

4.2.5.3 Årsredovisning 2010

Vid slutet av året har Balder lyckats etablera sig i segmenten om bostäder och kommersiella fastigheter. Med totalt 432 fastigheter varav 311 bostäder och 121 kommersiella fastigheter värderade till 14389 Mkr på balansdagen. Fastighetsinvesteringar har gjorts på 995 Mkr, investeringar har gjorts i alla fastighetsslagen. Beståndet har ökat i värde med 1047 Mkr, varav 1027 Mkr motsvarar realiserade förändringar. Koncernens hyresintäkter har ökat med nästan 500 Mkr, som främst beror på fastighetsförvärv. Årets resultat efter skatt uppgick till 1338 Mkr, resultatet har medfört en ökning av eget kapital på 1331 Mkr, därmed har även soliditeten stigit.⁴⁹

4.2.5.4 Årsredovisning 2011

Intäkterna fortsätter att öka och Balder passerar för första gången 500 Mkr i förvaltningsresultat. En nyemission genomförs på 1 Mdkr och möjliggör att 25 kommersiella fastigheter ifrån Catena AB kan förvärvas. På balansdagen uppgår förvaltningsfastigheternas värde till 17 556 Mkr, totalt 990 Mkr i värdeförändring på fastigheter varav 978 Mkr är realiserade värdeförändringar. Eget kapital har ökat med cirka 2 Mdkr, som främst beror på genomförd emission samt återinförd balanserad vinst. Årets resultat efter skatt blev 812 Mkr.⁵⁰

⁴⁸ Balder årsredovisning 2009

⁴⁹ Balder årsredovisning 2010

⁵⁰ Balder årsredovisning 2011

4.2.5.6 Årsredovisning 2012

Fastighetsbeståndet värderas till 22 278 Mkr, en förändring ifrån föregående år som beror på realiserade och orealiserade värdeförändringar, till 3 Mkr respektive 809 Mkr och förvärv av fastigheter för cirka 3,7 Mdkr. Intäkterna ökade i linje med tidigare års utveckling och eget kapital ökade med 1,6 Mdkr främst på grund av nyemittering av preferensaktier på 556 Mkr och ett positivt resultat efter skatt på 1162 Mkr. Årets finansnetto uppgick till -466 Mkr och orealiserade värdeförändringar ifrån derivat har minskat ifrån -520 Mkr 2011 till -71 Mkr. Räntekostnaden ökade en aning, en följd av nyupptagna lån på 3 Mdkr och koncernens genomsnittliga kreditbindningstid uppgick till 6.5 år.⁵¹

4.2.5.7 Årsredovisning 2013

Fastigheternas värde är på balansdagen är 27532 Mkr, av dessa beror 16 Mkr respektive 838 Mkr på realiserade och orealiserade förändringar. Ytterligare investeringar har gjorts i ett företagsförvärv med ett fastighetsbestånd på 2 Mdkr, affären möjliggjordes med en nyemission som ökade eget kapital med 1 138 Mkr. Finansnettot utan värdeförändringar på derivat minskade en aning trots att bolagets räntebärande skuld ökat. Att finansnettot minskat beror främst på sjunkande marknadsränta. Hyresintäkter och fastighetskostnader har bägge ökat, skillnaderna kan härledas till utökat fastighetsbestånd.⁵²

4.1.5.8 Årsredovisning 2014

Företaget är nu en av Sveriges största hotellägare, med totalt 5000 rum. Under året har fastigheter förvärvats för 7059 Mkr och ytterligare orealiserade värdeförändringar om 2906 Mkr. För året har bolaget låtit externa aktörer ifrån Newsec och Nybolig värdera fastigheter i Stockholm, Göteborg, Malmö och Lund. De externa värderingarna översteg de interna med 8 procent. För perioden 2008-2014 är 2014 året som företaget redovisar sitt bästa resultat. Årets resultat efter skatt har ökat med nästan 50 procent, främst beror de positiva förändringarna i resultaträkningen på fastighetsförvärv som även ökat hyresintäkterna och värdeförändringar på fastighetsbeståndet. Räntebärande skulder har ökat som lett till ett försämrat finansnetto, dock har genomsnittlig ränta sjunkit ifrån 3,2 till 2,6 procent. Belåningsgraden för fastigheterna har minskat till 54,3 % i jämförelse med 73,3 % 2009, detta beror främst på fastigheternas värdestegring och ökat eget kapital i förhållande till räntebärandeskulder.⁵³

⁵¹ Balder årsredovisning 2012

⁵² Balder årsredovisning 2013

⁵³ Balder årsredovisning 2014

4.3 Hemfosa

4.3.1 Företagspresentation

Hemfosa bilades i juni 2009 av ett team med Jens Engvall i spetsen, en man med mycket erfarenhet ifrån transaktionsintensiva och värdeskapande fastighetsbolag. Grundarna till bolaget såg mitt under pågående finanskris en möjlighet att etablera sig som en dynamisk aktör på fastighetsmarknaden. De har med tiden gjort sig kända för snabba beslut och fastighetsverksamhet med hög avkastning. I slutet av 2014 hade Hemfosa totalt 57 anställda, samtliga utspridda på företagets nio förvaltningskontor i fem regioner, samt ett huvudkontor. Det svenska bolaget är inriktat på två verksamhetsområden, dels förvaltning och utveckling av fastigheter samt förvärv och försäljnings på fastighetsmarknaden. Sedan starten har bolaget skapat sig ett fastighetsbestånd som i slutet av 2014 var värderat till 24,4 miljarder. Fastighetsportföljen består av en mix av kommersiella fastigheter, där 50 % utgörs av samhällsfastigheter med stat och kommun som största hyresgäster. Idag är Hemfosa bland det största privata ägarna av samhällsfastigheter. Resterande del av beståndet består av kontorsfastigheter och logistikfastigheter. Majoriteten av fastigheterna finns i mellersta och södra Sverige. Hemfosas totala uthyrningsbara yta omfattar 2 516 000 kvadratmeter. Under mars månad 2014 introducerades Hemfosa på Nasdaq OMX Stockholm, sedan dess har aktiekursen stigit med 100 %.⁵⁴

4.3.2 Ägarstruktur

Ägarfördelning, 31 december 2014

Ägare	Antal aktier		Andel av	
	Stamaktier	Preferensaktier	Aktiekapital, %	Röster, %
Fjärde AP-fonden	6 538 383	-	9,25	9,87
Länsförsäkringar Fondförvaltning	4 216 063	-	5,96	6,37
Swedbank Roburs fonder	3 954 914	150 000	5,80	6,00
Lannebo Fonder	3 771 932	-	5,33	5,70
Kåpan Pensioner	3 431 781	-	4,85	5,18
AMF Försäkring och Fonder	2 056 996	-	2,91	3,11
Ikano Invest	1 667 286	-	2,36	2,52
Nordea Investment Funds	1 355 005	-	1,92	2,05
Styrelse och ledning	4 694 452	61 400	6,70	7,10
Övriga	34 033 292	4 788 600	54,9	52,1
Summa	65 720 104	5 000 000	100,0	100,0

Källa: Hemfosa årsredovisning 2014

Tabellen ovan visar Hemfosas ägarfördelning.

⁵⁴ Hemfosa årsredovisning 2014,

⁵⁴ Hemfosa. *Fastighetsbeståndet* (2015)

⁵⁴ Hemfosa, *Hemfosa Fastigheter AB planerar att genomföra en börsnotering vid NASDAQ OMX Stockholm* (2014)

4.3.2.1 VD Jens Engvall

Jens Engvall startade sin karriär på Skanska för att därefter bli vice VD för BPA fastigheter. 1993 fick han förfrågan om VD-posten till statligt ägda Kungsleden som skulle arbeta med att förvalta pantvårdsfastigheter under 90-talet. Under sex år var Engvall med och introducerade Kungsleden på börsen, ett bolag som arbetade med en något annorlunda strategi jämfört med etablerade konkurrenter. Istället för att koncentrera fastighetsbeståndet kring landets storstäder skulle fokus istället handla om att med transaktionsinriktad approach och ta hand om fastigheter som andra bolag inte ville ha med och göra. Utvecklingen för Engvall och Kungsleden gick snabbt och på sex år förändrades beståndets värde från 5,2 miljarder till 25,8 miljarder.

År 2006 hoppade han av posten som VD, men han behöll sin plats i styrelsen. Under kommande tre år ägnade Engvall åt privata affärer. När finanskrisen såg han tillsammans med dåvarande styrelseordförande för Kungsleden och vän Bengt Kjell en möjlighet att åter ge sig in i fastighetsbranschen. Med en liknande affärsmodell som på Kungsleden, såg han stora affärsmöjligheter. Under krisen hamnade flera fastigheter på obestånd, vilket tvingade banker att realisera sina pantobjekt, något som Jens drog nytta av. På detta vis lyckades han övertala ett antal finansiärer om ett startkapital på två miljarder. I juni 2009 hade bolaget fått stöd i form av svenskt pensionskapital ifrån: Alecta, Fjärde AP-fonden, Folksam, Sampo, Ikano och Kåpan. Tillsammans ägde de 80 procent av bolaget. 2011 utsågs Jens Engvall till fastighetsbranschens mäktigaste person, detta efter en mycket transaktionsintensiv tid. Under sin tid på Hemfosa har han lyckats ro hem flertalet stora fastigheter som hamnat på obestånd. Under 2009 fick han möjlighet att köpa tillbaka ett antal fastigheter för 4 miljarder som han under sin tid på Kungsleden sålt för 7 miljarder. Inom affärsvärlden har Jens blivit känd för sina snabba beslut och kontroversiella metoder att göra affärer, att han i media därför beskrivs som en cowboysare ser han inga problem med. Det viktiga är att göra många och snabba affärer, köpa billigt och sälja desto dyrare.⁵⁵

4.3.3 Affärsidé, strategi och mål

“Hemfosas affärsidé är att äga, utveckla och förvalta fastigheter med tydligt inslag av skattefinansierade hyresgäster, vilket genererar en långsiktig, hög och stabil avkastning, samt att skapa värde genom att aktivt delta i transaktionsmarknaden”⁵⁶

⁵⁵ Lotta Dinkelspiel. *Chansningen* (2011)

⁵⁶ Hemfosa årsredovisning 2013-2014

Hemfosas affärsmodell bygger på att strategiskt fokusera på samhällsfastigheter med skattefinansierade verksamheter så som skolor, vård och övriga myndigheter. Dessa områden präglas generellt av långa hyresavtal, låg risk och stabila kassaflöden.⁵⁷

För att kunna fortsätta vara en viktig aktör på marknaden är Hemfosas ambition att vara en pålitlig och ansvarsfull hyresvärd och på så vis erbjuda god service. Viktigt för bolaget är alltid att kunna möta hyresgästernas skiftande behov och det skall uppnås genom kontinuerligt arbete inriktat på förädling och utveckling av fastighetsbeståndet. För att kunna uppnå sina mål skall genom ovanstående arbete långsiktigt hög och stabil tillväxt, samt ett starkt kassaflöde kunna uppnås. Dessutom skall Hemfosa vara aktiva på transaktionsmarknaden för att skapa tillväxt, maximera vinst i förhållande till risk samt generera så höga transaktionsvinster som möjligt.⁵⁸

Utifrån strategin ser målen ut enligt följande:

- Övergripande mål, leverera högst totalavkastning bland noterade svenska fastighetsbolag över en femårsperiod.
- Tillväxt mål, Hemfosa har som tillväxt mål att öka eget kapital till 10 000 mkr över en femårsperiod.
- Finansiellt mål, Soliditeten ska långsiktigt uppgå till minst 30 procent. Räntetäckningsgraden ska långsiktigt uppgå till minst 1,5 ggr.
- Utdelningspolicy, Vara långsiktigt uppgå till 60 procent av utdelningsgrundande resultat. Med utdelningsgrundande resultat avses förvaltningsresultat med avdrag för betald skatt och andel i joint ventures resultat.⁵⁹

4.3.4 Värdering

På Hemfosa bedöms förvaltningsfastigheternas verkliga värde av externa värderare som innehar god kunskap och erfarenhet om branschen och objekten. Extern värdering utförs för att säkerställa att bolagets interna värdering speglar ett relevant marknadsvärde. Varje kvartal görs oberoende värderingar för hela fastighetsportföljen, i enlighet med IFRS. Tekniken som används är en marknadsanpassad kassaflödeskalkyl där simuleringar av uppskattade intäkter och

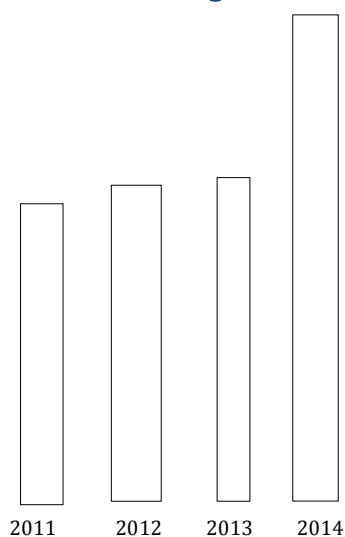
⁵⁷ IBID

⁵⁸ IBID

⁵⁹ Hemfosa årsredovisning 2014.

kostnader för minst fem år framöver utförs, därefter görs en analys på värderingsobjektens förväntade marknadsposition. Avkastningskravet som tillämpas i kalkylen är hämtat ifrån försäljningar på liknande fastigheter. En viktig aspekt vid val av förräntningskrav, den lägsta avkastningen som en chef och investerare kräver, påverkas av det uppskattade fastighetsobjektets framtida hyresutveckling, värdetförändring och möjligheter till upprustning samt skicket på objektet⁶⁰. De faktorer som kan påverka värdet är bland annat läge, hyresnivå och vakansgrad. Aktuell intjäningsförmåga är utgångspunkten i värderingen och ett kassaflöde för en femårsperiod görs för varje enskild fastighet. Kostnader utgår ifrån tidigare års historik, därefter görs nuvärdesberäkningar för kassaflödet och marknadsvärdet vid slutet av kalkylperioden. Värderingen bygger alltså på nuvärdet. Samtliga värderingar till verkligt värde av koncernens förvaltningsfastigheter har klassificerats enligt kategori tre i värdehierarkin.⁶¹

4.3.5 Väsentliga händelser utifrån årsredovisningen



Figuren visar översiktligt hur Hemfosas finansiella struktur har förändrats mellan 2011 till och med 2014. Staplarna visar vad som hänt utifrån företagets årsredovisningar. Nedan beskrivs de mest väsentliga händelserna som påverkat den finansiella ställningen.

HEMFOSA

Hemfosas totala tillgångar på cirka 25 miljarder 2014 motsvarar en höjd på 5 centimeter och intäkterna på 2,4 miljarder motsvarar en bredd på 0,48 centimeter.

%	2011	2012	2013	2014
Soliditet	8	13	14	34
Intäkter/anläggningstillgångar	15	16	10	10

⁶⁰ Investopedia. *Förräntningskrav* (2015)

⁶¹ Hemfosa årsredovisning 2014

4.3.5.1 Årsredovisning 2013

Koncernens fastighetsbestånd uppgick på balansdagen till 16 284 Mkr, tillsammans med Crown Nordic Management förvärvades 28 kommersiella fastigheter till värde på 1 285 Mkr. Årets orealiserade värdeförändringar på fastighetsportföljen uppgick till -193 Mkr, realiserade förändringar motsvarade -21 Mkr. Årets resultat innan skatt sjönk ifrån föregående år till 132 Mkr, den stora minskningen berodde framförallt på värdeförändringarna på förvaltningsfastigheterna. Fuktskador på två stora fastigheter skapade stora renoveringskostnader, dessa kostnader påverkade inte värderingen på fastigheterna. Från och med 2013 redovisar Hemfosa skattemässiga underskott som en tillgång. Kassaflödet för både den löpande verksamheten och investeringsverksamheten förbättrades. På grund av bankernas försiktighet under finanskrisen behövde låneportföljen refinansieras för 8 500 Mkr. Majoriteten av Hemfosas upplåning har säkerställts genom pantbrev i fastigheter. Eget kapital ökade med 193 Mkr och en utdelning till ägare av preferensaktier gjordes på 47 Mkr.⁶²

Hemfosas nuvarande koncernstruktur har endast funnits sedan 28 juni 2013. Innan dess bedrevs Hemfosa Sverige AB och Hemfosa Tetis AB som två skilda koncerner. Under året har de två koncernerna slagits samman utan någon förvärvare. Omstruktureringen har möjliggjorts eftersom att koncernerna har samma bestämmande inflytande, dessutom existerade en redan gemensam styrning. Rent operativt har koncernerna styrts som en enhet. Årsredovisningen har därför omarbetats som om att den nya koncernen bildats i januari 2011. Den nya redovisningen efter sammanslagningen är baserat på historiskt bokförda värden ifrån Hemfosa Sverige AB och Hemfosa Tetis ABs årsredovisningar.⁶³ Det finns alltså inga upprättade årsredovisningar för koncernen för åren 2009 - 2012, utan endast en historisk flerårsöversikt i 2014 årsredovisning.

4.2.5.2 Årsredovisning 2014

Under 2014 gjordes fastighetsförvärv för totalt 8,6 Mdkr, i både samhällsfastigheter och kommersiella fastigheter. Ökningen i beståndet härleddes 1,3 Mdr från en förvärvad andel om 50 procent i Hemfosa Kronfastigheter Holding AB. Koncernens resultat efter skatt för året blev 962 Mkr som huvudsakligen beror på högt resultat ifrån andelar i joint venture Söderport Holding AB och ett förbättrat finansnetto på grund av lägre snittränta samt ökade värdeförändring på fastighetsbeståndet. Orealiserade och realiserade värdeförändringar på fastighetsbeståndet uppgick till 340 Mkr respektive 147 Mkr. Eget kapital har ökat till 8 701 Mkr ifrån 2 369 Mkr

⁶² Hemfosa årsredovisning 2013

⁶³ IBID

2013, när bolaget noterades på börsen genomfördes kvittningsemission på ett aktieägarlån, samt nyemission för både stamaktier och preferensaktier. Ökning av eget kapital förbättrades således soliditeten med 19,9 % enheter. Förslagen utdelning för året motsvarar 6 kr per stamaktie och 20 kr per preferensaktie, antalet stamaktier och preferensaktier uppgår till 65 720 104 respektive 5 000.⁶⁴

4.4 Willhem

4.4.1 Företagspresentation

I december 2010 bildade första AP-fonden bostadsbolaget Willhem efter att ha ingått i ett avtal med Acta, ett norskt finanshus om att överta deras fastighetsbestånd. Affären gällde 217 fastigheter (cirka 11000 hyreslägenheter) som genom avtalet värderats till 7210 mkr. Mikael Granath som var med och bidrog till affären tillsattes även som VD för Willhem.

Idag är Willhem ett bostadsbolag som äger och förvaltar cirka 17 600 hyreslägenheter med ett marknadsvärde på cirka 15 miljarder. 90 procent av företagets totala uthyrningsyta på 1 270 000 kvadratmeter procent är bostäder, resterande del utgörs av lokaler. De beskriver sig själva med en hög grad av kundservice och vill skapa god trygghet i hyresgästernas boendemiljö som vill utveckla sitt fastighetsbestånd långsiktigt. Viktigt är även att alltid finnas nära kunden och med 140 anställda arbetar Willhem med egen personal så länge det är möjligt. Förvaltningen på företagens aktiva marknader är uppdelat i två regioner. Region Nord: Karlstad, Västerås, Linköping och Stockholm. Region Syd: Halmstad, Jönköping, Borås och Göteborg där även huvudkontoret finns.⁶⁵

4.4.2 Ägarstruktur

Första AP-fonden äger Willhem med 100 % av rösterna.⁶⁶

4.4.2.1 VD Mikael Granath

I en intervju med tidningen fastighetsvärden återger Mikael Granath sin bakgrund och hur han kom in i fastighetsbranschen och specialisering mot bostäder, som han menar var rena tillfälligheter. Granath har en ekonomexamen och arbetade några år inom finansbolag som Volvofinans, Bonnier & Bonnier Finans, industrifinans med flera. Av en ren slump blev han rekryterad av ett bygg- och fastighetsbolag,

⁶⁴ Hemfosa årsredovisning 2014

⁶⁵ Willhem *Om Willhem* (2015)

⁶⁶ Willhem årsredovisning 2014

Kullenbergs, som han senare fick jobb som VD för ett av dotterbolagen med inriktning på utvecklingsprojekt i Göteborgsregionen.

Det dröjde ett år innan Granath började arbeta igen och då som VD för Hedefors bygg som tillhörde Securumkoncernen. Vid den tidpunkten genomgick även den koncernen en svår kris, med ett mycket spretigt fastighetsbestånd med stora vakanser. Granaths jobb var att ta hand om och utvärdera husen och sälja av olönsamma objekt.

Han var dock inte långvarig på Hedefors, ett nytt erbjudande som VD för Halmstad Fastighets AB som han senare tackade ja till. Företaget är ett allmännyttigt bolag som arbetar med bostäder, där Granath saknade erfarenhet. Han var kvar som VD för bolaget fram till 2000.

Samma år hade Acta, ett norskt finanshus precis köpt in sig med 70 procent i familjeföretaget Graflunds i Eskilstuna och erbjöd Granath jobbet som VD. Han accepterade jobbet med villkoret att de skulle köpa ut resterande del från ägarfamiljen, som så också blev. Granath förklarar att norrmännen hade sett potentialen i området och det långt före alla andra, ett nära beläget bestånd ett stenkast från Stockholm. Granath hade som uppgift att fortsätta expandera företaget, och förbättra lönsamheten, som han lyckades bra med tills han slutade 2006. Granath gick sedan över som VD för Din Bostad, som han beskriver som en besvärlig resa på grund av företagets splittrade bestånd och höga belåning. Finanskrisen slog extra hårt på Din Bostad på grund av företagets höga belåningsgrad och 2009 förvärvade Balder hela Din Bostad.

Det som senare kom att bli början på idén till Willhem började några månader senare. När idén om att satsa på bostadsinvesteringar med institutionellt kapital i botten kläcktes. Granath har som ambitionen att få Willhem att växa, men det är inget krav. De ska känna av och hantera risker och ta ansvar för fastigheterna som förvärfvas, kunskapen om de olika områdena är nyckeln för en bra affär. Granath ser möjligheten att agera mer långsiktigt i Willhem än vad han annars skulle gjort i ett börsbolag som "sekundvärderas", som han anser ökar risken för kortsiktigt agerande.⁶⁷

⁶⁷ Fastighetsvärlden. *Nyanserna gör skillnad* (2011)

4.3.3 Affärsidé, strategi och mål

Willhem äger, utvecklar, hyr ut och förvaltar bostäder på tillväxtorter i Sverige. De ska vara ett gammaldags bostadsbolag, ett företag som värnar om sina hyresgäster och medarbetare samtidigt som de uppvisar god lönsamhet. De ska ha en effektiv och kundnära organisation och vara långsiktiga på alla plan. Genom det agerandet utlovar Willhem att de kan förena ansvarstagande med AP-Fondens avkastningskrav att över tid ge en stabil totalavkastning. Willhem ger också löfte om en avkastningsnivå med de bästa i branschen.⁶⁸

De drivs utifrån en vision om *“En värld med hyresbostäder där människor trivs och är stolta över sitt boende - alla vill hem”*. Visionen skall bidra med fler nöjda och lojala kunder, vilket är centralt för företagets måluppfyllelse. De har som målsättning att öka intäkterna genom det så kallade *“Willhemslyftet”*, det innebär att de renoverar upp lägenheter till nyskick mellan ut- och inflyttning. Det medför ökade investeringskostnader, men samtidigt ökar framtida intäkter genererade genom en högre hyra för de nyrenoverade bostäderna och samtidigt öka värdet på fastigheten.⁶⁹

4.3.5 Värdering

Vid årsskiftet 2011-2012 genomförde Willhem en extern värdering av deras fastighetsbestånd genom företagen Forum Fastighetsekonomi AB och Savills Sweden AB. Värderingen grundar sig på nuvärdet av prognostiserade kassaflöden jämte restvärde under kalkylperioden. I normalfallet har en 5-årig kalkylperiod använts. Då Willhem innehar fastigheter med långa hyreskontrakt, har kalkylperioden arbetats fram genom olika antaganden. Företagets bedömning av de framtida kassaflödena har gjorts utifrån en analys av:

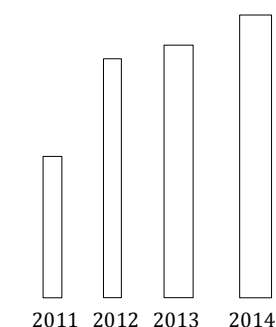
Nuvarande och historiska hyror samt kostnader, Marknadens/ närområdets framtida utveckling, Fastighetens förutsättningar och position i respektive marknadssegment, villkor om hyreskontrakt, Drifts- och underhållskostnader i likartade fastigheter i jämförelse med Willhems egna.⁷⁰

⁶⁸ Willhem årsredovisning 2014

⁶⁹ IBID

⁷⁰ IBID

4.3.5 Väsentliga händelser utifrån årsredovisningen



Figuren visar översiktligt hur Willhems finansiella struktur har förändrats mellan 2011 till och med 2014. Staplarna i figuren visar vad som hänt utifrån företagets årsredovisningar och nedan beskrivs de mest väsentliga händelserna som påverkat den finansiella ställningen.

WILLHEM

Willhems totala tillgångar på cirka 15 miljarder 2014 motsvarar en höjd på 3 centimeter och intäkterna på 1,7 miljarder motsvarar en bredd på 0,56 centimeter.

%	2011	2012	2013	2014
Soliditet	15	16	18	37
Intäkter/anläggningstillgångar	14	8	12	11

4.3.5.1 Årsredovisningen 2011

Under året har den samlade värderingen på Willhems fastigheter ökat med 3 procent vilket motsvarar en ökning med 217 Mkr. Värdeuppgångens förklaring beror på ökade hyresintäkter och minskat avkastningskrav på delar av beståndet, genomsnittligt avkastningskrav var vid periodens slut 5,3 procent. De har investerat 83 Mkr i ny-, bygg- och ombyggnationer och genomfört ett nyförvärv om 20 Mkr. Totalt uppgick värdet på fastighetsbeståndet till 7260 Mkr, eget kapital uppgick till 1090 Mkr och ett företagslån ifrån Första AP-fonden erhöles. Omsättning uppgick till 775 Mkr där majoriteten av intäkterna kommer från bostäder. Företagets finansnetto inklusive värdeförändringar på derivat blev -392 Mkr, genomsnittlig ränta på balansdagen var 4,6 %. Resultat efter skatt landade slutligen på 94 Mkr.⁷¹

4.3.5.2 Årsredovisningen 2012

Under året var fokus på tillväxt, främst genom förvärv i två nya marknader, Halmstad och Västerås. Hyresbostäderna ökade med 5000 till närmare 16 200 och fastighetsbeståndets värde med 4800 Mkr till 12 527 Mkr. Intäkterna steg med 10 procent. För året förändrades fastighetsbeståndets värde med 88 Mkr, årets vägda avkastningskrav minskade något till 5.2%. Låneskulden ökade, vilket bidrog till högre

⁷¹ Willhem årsredovisning 2011

räntekostnader trots en lägre genomsnittsränta på 4 %. Årets resultat efter skatt blev 126 Mkr. Eget kapital ökade med 768 Mkr ifrån en genomförd nyemission och med ytterligare 141 Mkr ifrån en höjning av aktiekapitalet, totalt uppgick eget kapital på balansdagen till 1 984 Mkr.⁷²

4.3.5.3 Årsredovisningen 2013

Willhems intäkter har ökat till 1200 Mkr (853), en ökning med 41%. I huvudsak beror intäktsökningen på tillväxten i fastighetsbeståndet. Detta påverkade i sin tur driftnettot positivt om 646 Mkr (418), en ökning med 55 procent. Värdeförändringen på fastigheter uppgick till 218 Mkr (88), vilket motsvarar en värdeökning om 1,6 % och marknadsvärdet uppgick på balansdagen till 13 576 Mkr (12 527). Under året förvärvades sju fastigheter och ett utvecklingsprojekt vid namn Willhemslyftet inleddes med upprustning av 300 lägenheter, tanken är att öka takten till 1000 lägenheter per år. Vid slutet av året fastslogs Willhem en ny affärsplan med fokus utveckling av fastighetsbranschen, med avseende på service, Willhemslyftet, hållbar utveckling samt IT. Denna plan skall fungera som vägledning och styrning för kommande fem år. Årets redovisade resultat efter skatt blev 367 Mkr, ökningen beror främst på förbättrat förvaltningsresultat och en uppskjuten skatt på 136 Mkr. Eget kapital ökade eftersom årets resultat återförts till företaget.⁷³

4.3.5.4 Årsredovisningen 2014

Ett mycket positivt år, intäkterna ökade med 6 procent som påverkade driftnettot positivt. 11 fastigheter förvärvades med 1164 lägenheter i Halmstad och Linköping. Fastighetsbeståndet värderades upp med 404 Mkr, vilket motsvarar en värdeökning på 2,7 procent. Balansräkningen redovisade förvaltningsfastigheternas värde till 14 810 Mkr.

Företaget erhåller kreditbetyget A ifrån Standard & Poor's, som kan möjliggöra kapitalmarknadsupplåning som bidrar till minskad refinansieringsrisk och sänkta räntekostnader. Det företagslån på 2 886 Mkr som företaget haft konverterades till eget kapital genom en kvittningsemession, som innebär att AP-Fondens fordran kvittas mot aktier i Willhem. Samtidigt har Willhem ökat aktiekapitalet med 429 Mkr och årets resultat efter skatt på 317 Mkr har återförts. Därför ökade eget kapital till 5554 Mkr och soliditeten blev cirka 37 %.⁷⁴

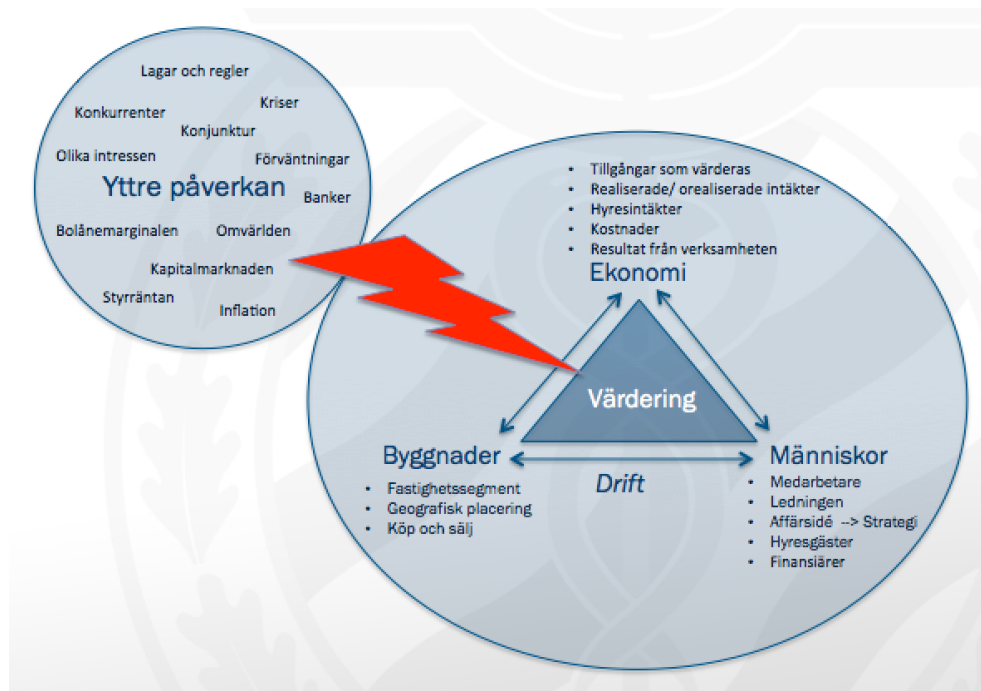
⁷² Willhem årsredovisning 2012

⁷³ Willhem årsredovisning 2013

⁷⁴ Willhem årsredovisning 2014

5. Diskussion

5.1 Fastighetsbranschen



Figuren ovan illustrerar några av alla möjliga faktorer som bestämmer och påverkar värderingen. Företagen kan genom sin affärsplan och strategi göra sig mer eller mindre känslig för yttre påverkan, så kallade externa effekter.

5.1.1 Hur branschen utvecklats

När finanskrisen 2008 slog till, var prognoserna mörka. Allt pekade åt ett och samma håll, världen skulle in i en djup depression, men verkligheten blev en annan. Kraftfullt agerande från världens centralbanker minskade krisens avtryck. De stimulerade marknaderna genom att förse finansmarknaderna med stora mängder kapital. Detta fungerade bra eftersom inflationen redan var låg, som annars tenderar att stiga brant vid de åtgärderna. Finansmarknaden fylldes med kapital och aktiebörserna världen över steg.⁷⁵ Fastighetsbranschen i Sverige påverkades hårt 2009, året efter att finanskrisen slagit till och fastighetstransaktionerna mer än halverades. Marknaden återhämtade sig dock snabbt redan året efter.

⁷⁵ Forskningsportalen. Centralbankerna och krisen (2015)

Transaktionsvolymen 2014 slog alla tidigare rekord, totalt omsattes 156 miljarder kronor. Detta berodde främst på låga räntor och låga vakansgrader, stabila kassaflöden och framförallt den extrema tillgången till kapital. Denna bild bekräftas även av de tre företagen vi undersökt. Alla tre uppvisar god uthyrningsgrad, minskade finansiella kostnader, stabila kassaflöden och hög investeringsvilja. Vi kan även utläsa ett skifte i vem som investerar och hur, genom att tolka grafen om transaktionsvolymen i fastigheter i avsnitt 4.1.2. Tidigare var det en jämn uppdelning mellan inhemska och utländska investerare. Bilden vi nu ser är att dominerande andel kommer från inhemska investerare, mönstret förstärks av att titta på hur AP-fonderna placerar sitt kapital, som under de senaste sex åren fyrfaldigat sitt ägande. Portföljen uppgår idag till nästan en kvarts biljon.

Om vi litar på riksbankens prognoser över räntan, låter vi vara osagt, men vi konstaterar att om räntan förblir låg kommer transaktionsvolymen och lönsamheten vara fortsatt hög. I jakten på tillväxt letar sig företagen längre ut i landet. Detta ökar risken främst genom ökad exponering mot yttre, okontrollerbara faktorer på marknaden. Styrräntan kan vara en sådan faktor som i första hand påverkar banker som indirekt påverkar våra företag. Bankerna börjar i sin tur ta betalt av vissa företag för sin kapitalförvaltning, att pengar förvaras på deras konton. Som återigen får kapitalet att leta sig till fastighetsbranschen som också får priserna att stiga.

Marknaden i våra storstäder är sedan tidigare i obalans med lågt utbud av fastigheter som får företagen att söka sig till mindre orter med större utbud, men med lägre efterfrågan. Dessa orter benämns tillväxtorter och bygger på antaganden om framtida kassaflöden och värdeförändringar som får kapitalet att flöda in. Det är dock inte utan risk. Företagen blir mer känsliga för yttrefaktorer. Ett samhälle med få industrier och företag är sammanlänkade med företagets framtid. Om de går i konkurs skulle människorna stå utan jobb och vara tvungen att söka sig till andra orter eller städer i jakt på nya jobb. Det som följer är ökad andel vakanser och minskad efterfrågan på bostäderna, lokalerna och fastigheter på den aktuella orten.⁷⁶

Bilden som ovan beskrivs bekräftas av analyser gjorda på var omsättningen i branschen är som störst. Bostadsmarknadsläget är fullt av underskott som fått bostadspriserna att kraftigt stiga. Detta är fallet i våra storstäder där efterfrågan är som störst och utbudet som minst, som gör dem mindre tillgängliga. Konsekvensen blir att människor och företag utan den ekonomiska möjligheten att köpa får flytta och söka sig till mindre attraktiva lägen, som även där får priserna att stiga, som kan bli till den tillväxtort som ovan beskrivs. Att veta vilken ort som kommer växa bäst

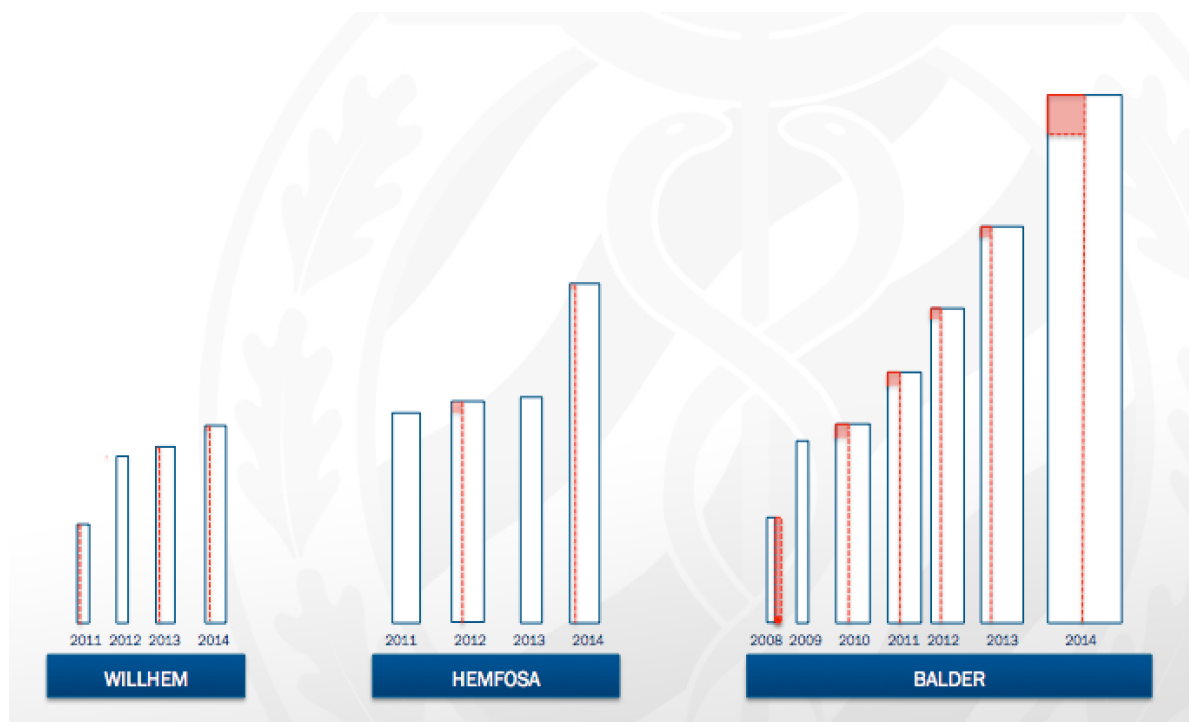
⁷⁶ JOEL DAHLBERG, *Minusräntan kostar bankerna 200 miljoner* (2015)

bygger på flera antaganden och prognoser om framtiden och det vet vi är svårt att förutspå.

Mönstret att investeringar utanför storstadsregionerna ökar, har inneburit större riskexponering mot marknaden. Detta innebär att de påverkas av allt fler faktorer än de själva kan styra.

Spekulationen i de mindre orterna, det vill säga de mindre attraktiva innebär, som vi konstaterat ovan en högre risk, men också en högre avkastning. Detta är något som utmärker våra företag, de investerar som aldrig förr och tar stora risker, men marknadssituationen har också varit gynnsam för dem som tagit risker. Det är inte förrän ekonomin börjar gå "trögt" och betalningar ställs in som företagen och samhällen blivit varse om bubblan de skapat.

5.2 Företagens finansiella struktur, ledarskap, ägande och exponering mot marknaden



Figuren skildrar realiserade värdeförändringar på fastighetsbeståndets andel i fyrkantmodellerna- de röda markeringarna. **Bilderna är dock inte proportionerliga enligt 1:5, utan ger en visuell beskrivning av värdeförändringarnas påverkan.

5.2.1 Balder

Balders fyrkanter(hela rektanglarna) visar att både höjden och bredden har ökat och det i raketfart under perioden 2008-2014. Strategin i företaget handlar bland annat om att hålla en hög transaktionsnivå med en soliditet om lägst 35 procent.

Förvaltningsfastigheternas avkastning har varierat, men utmärkte sig 2010 med en ökning om 12 procent. Företaget återhämtade sig alltså snabbt efter finanskrisen 2008. Företaget redovisar sitt bästa resultat 2014 och det är också då fyrkanten är som störst. Tillgångsökningen beror främst på fastighetsförvärv i kombination med uppvärderingar av fastighetsbeståndet. Intäktsökningen, med viss variation, har ökat med strax över 900 % för undersökningsperioden. De har alltså under tiden lyckats komma ikapp och till och med gå om branschens övriga giganter. År 2014 stod den realiserade värdeförändringen för hela 50 procent av det redovisade resultatet, vilket kan vara en förklaring till årets ökning i avkastning.

Samtidigt som det utökade fastighetsbeståndet har bidragit med större intäkter har bolagets genomsnittliga ränta endast varit 2.6 %. Därmed har bolaget fått större utrymme att öka sina lån utan att räntekostnader nödvändigtvis behövt öka.

Den minskade soliditeten medförde ökade finansiella kostnader och gjorde Balder mer känsligt för konjunktursvängningar och olika räntelägen. Detta var fallet 2008 i och med finanskrisen, kostnaderna ökade och de i kombination med minskade intäkter. Balder hade även tagit position i olika räntederivat som de redovisade en förlust om -332,5 mkr (7,1). Detta gjorde att de var tvungna att skriva ner värdet på fastighetsbeståndet. På grund av dessa händelser blev resultatet negativt.

Sedan 2009 har Balder arbetat aktivt med förvärv och koncentrerat sitt fastighetsbestånd till utvalda geografiska områden, så kallade tillväxtorter. Att Balder genomfört aktiviteter i linje med affärsidén syns tydligt ifrån ökning av anläggningstillgångar i balansräkningen varje år. En nyckel till företagets utveckling handlar om korta beslutsvägar och strategisk flexibilitet. Enligt Shimizu, K. och M.A. Hitt handlar strategisk flexibilitet om att identifiera förändringar i omgivning både internt som externt och genom snabba beslut hantera dessa förändringar. VD Erik Selin har med stor sannolikhet varit den största framgångsfaktorn i företaget, genom sitt höga affärstempo som genomsyrar deras affärsidé. Detta har legat rätt i tiden och han har kunnat dra nytta av marknadens förutsättningar.

Balder har på senare året avyttrat och förvärvat för att få högre koncentration i sitt bestånd. Det syns tydligt genom att titta på vart och vilka typer av förvärv och försäljningar som gjorts. Under 2014 renodlades portföljen genom försäljning av bostäder och kommersiella fastigheter i mindre orter som Finspång, Åtvidaberg,

Landskrona och Halmstad. Förvärven som genomfördes bestod till stor del av hotell och handelslokaler, ett fastighetssegment som de ökat sitt intresse för. Man kan på så vis misstänka att de bedömer att det kommer bli mera gynnsamt att satsa på det fastighetssegmentet i framtiden.

Vakansgraden i kommersiella lokaler påverkas i stor mån av konjunkturläget. Under finanskrisen drabbades Balder av höga vakanser på det kommersiella segmentet. Balder verkar se ljus på den svenska konjunkturutvecklingen och visar stort intresse för lokaler belägna på attraktiva platser. Man kan tänka sig att om riksbanken fortsätter att hålla styrräntan låg, i kombination med att inflationen inte stiger, så kommer Balder troligen fortsätta med förvärv i samma linje.

Balder saknar i sin årsredovisning ett uppsatt tillväxtmål, en förklaring kan vara Selins syn på tillväxt. Han anser att tillväxtmål kan få företaget att genomföra aktiviteter som är ogynnsamma, om det långsiktigt är bättre för bolaget att krympa kan det vara det rätta. Allt handlar om att identifiera de affärer som gynnar företaget på sikt.

5.2.2 Hemfosa

Staplarna ökar i storlek för samtliga år utom 2013, som framförallt berodde på en nedvärdering av beståndet med 200 miljoner kronor. Resultatet påverkades negativt av värderingen, som året innan bidragit med drygt 800 Mkr eller 80 procent av resultatet. Intäkterna i relation till anläggningstillgångarna har minskat med åren, vilket främst beror på en ökning av fastighetsbeståndet utan samma genomslag i intäkterna. Hemfosas soliditet har förbättrats för varje år, som idag ligger runt 34 procent, vilket främst beror på börsintroduceringen 2014, som ökade soliditeten med drygt 20 procent. Det innebär att Hemfosa tidigare var högt belånade. Företaget har dock lyckats hålla tillbaka de finansiella kostnaderna. Detta förklaras av rådande lågkonjunktur och goda relationer med finansiärer. Hävstången har istället hjälpt företaget att utvecklas snabbare och mycket tack vare goda förutsättningar på marknaden.

Hemfosas affärsidé syftar på att äga, utveckla och förvalta fastigheter med skattefinansierade hyresgäster, dessutom skall värde skapas genom hög aktivitet på transaktionsmarkanden. Under 2014 förvärvades fastigheter för 7,2 miljarder och 67 procent av dem var samhällsfastigheter. De finansiella siffrorna säger samma sak, att 50 procent av driftnettot kommer från samhällsfastigheter och 2014 var polismyndigheten Hemfosas största kund. Det visar att vad som faktiskt sker i företaget, dess strategi stöds av affärsidén.

Många affärer, det vill säga hög transaktionsaktivitet är väsentligt för företagets strategi. Detta möjliggörs genom god tillgång till kapital samt ett effektivt kommunikationssystem där beslut snabbt kan tas. Med en fungerande transaktionsstrategi vill Hemfosa kunna genomföra transaktioner snabbare än andra aktörer i branschen och på så vis skapa transaktionsvinster. VD Jens Engwalls affärsbakgrund har stora likheter med Hemfosas sätt att göra affärer. I fastighetsbranschen är Engwall ett stort namn, han har vid flertalet tillfällen överrumplat konkurrenter genom säkrade lånelöften vid fastighetsauktioner.

Under åren har Hemfosa minskat sin känslighet för yttre faktorer. De har uppnått det genom långa hyresavtal som kan sträcka sig 20-25 år. Intäkterna har som tidigare konstateras minskat i förhållande till tillgångarna, men kunderna de knyter till sin förvaltning kan anses mer stabila, en myndighet kan anses mer stabil än en vanlig hyresgäst. Med dessa förutsättningar i kombination med förbättrad soliditet ökar Hemfosas handlingsfrihet eftersom de får ett minskat beroende mot sina finansörer. Med långa hyresavtal och stabila hyresgäster blir framtida kassaflöden mer trovärdiga i jämförelse med de andra företagen i denna studie.

5.2.3 Willhem

Willhems fyrkanter ger bilden av ett företag som utvecklats i snabb takt, som redan andra verksamhetsåret genomförde förvärv som nästan dubblade värdet på dess tillgångar. De har genomfört många affärer sedan 2011, men det är framförallt förvärv och inte försäljningar som ägt rum. Att företaget gått fort fram har vart möjligt för god tillgång till kapital. Fyrkanten är som störst 2014, samma år som företaget redovisar sitt bästa resultat. De realiserade värdeförändringarna under perioden 2011-2014 har haft väldigt liten påverkan på företagets tillgångar. En klar förbättring av soliditeten noteras, som nästan ökat till 40 procent 2014, från tidigare 15 procent 2011. Det skulle innebära att företaget är mindre känslig för vissa yttre faktorer, som exempelvis en räntehöjning.

Affärsidén handlar i stora drag om långsiktigt ägande, med fokus på utveckling och uthyrning av bostäder på tillväxtorter i Sverige. En djupdykning i intäkterna bekräftar detta, där de uteslutande kommer från segmentet bostäder och att cirka 60 procent av fastighetsbeståndets marknadsvärde återfinns utanför storstadsregionerna, vilket tyder på aktiv utveckling av beståndet i tillväxtorter. De arbetar aktivt med att hålla vakansgraderna nere för att säkerställa ett stabilt kassaflöde. Varje år mäter de hur nöjda kunderna och medarbetarna är och anpassar sig efter utfallet. Rådande

obalanser, underskott på bostäder är också en faktor som bidrar till låga vakanser genom bibehållen efterfrågan på bostäder.

Willhems ägare, första AP-fonden är kapitalstark och därmed en styrka. De inbringar en genuin känsla av långsiktighet, vilket en pensionsförvaltare måste vara. Detta är troligtvis varför företagets affärsidé kräver just detta. Företagets ägare är mer känsligt för ändringar i lagar och regler när det kommer till hur pensionssystemet skall skötas. Deras befogenheter och investeringar kan förändras beroende på regeringens intresse. Om marknaden skulle vända ner och en ny bostadskris stod för dörren, hade det kunnat innebära att första AP-fonden behövt sälja av företaget.

Att vara en öppen buffertfond för pensionssystemet kan vid dåliga tider innebära utbetalningar i form av stimulanser för statens underskott. Det finns därför anledning för Willhem att vara extra varsam. En kris skulle drabba Willhem dubbelt upp. Ökad arbetslöshet leder till ökad vakansgrad som påverkar avkastningskravet och därmed också värderingen. Resultatet minskar samtidigt som behovet av kapital hos ägarna är som störst. Willhem har dock genomfört vissa förbättringar som minskat känsligheten för yttre faktorer. De har till exempel gjort en kraftig förbättring av soliditet, det vill säga en ökning till 37 procent 2014. Dessutom är de mycket noga med kundnöjdhet, vilket genererar trogna kunder och därmed stabila kassaflöden.

5.2 Värderingens betydelse

Balder, Hemfosa och Willhem tillämpar alla tre IFRS i sin redovisning. Utifrån IAS 40 har företagen valt att redovisa sina fastigheter till verkligt värde. I fastighetsbranschen är det svårt att identifiera ett verkligt värde på en aktiv marknad eftersom fastigheter inte kan ses som en homogen tillgång, varje objekt är unikt. Allt ifrån geografiskt läge och fastighetsskick kan få värdet att variera kraftigt. Svårigheterna uppstår främst när en faktisk försäljning inte ägt rum, då tvingas företagen göra subjektiva antaganden och tolkningar som i sin tur kan få stor påverkan på verksamhetens resultat.

I denna studie har de utvalda företagens förvaltningsfastigheter värderats och klassificerats enligt steg tre i verkligt värde hierarkin. Steg tre, det vill säga inte stabilt underbyggt, kan ge skäl för att ifrågasätta värderingen. Alla företagen använder sig av både interna och externa värderare. Hemfosas verkliga värde på företagets förvaltningsfastigheter bestäms med avkastningsmetoden, fast främst av externa värderare. I Hemfosa beräknas nuvärdet med en marknadsbaserad kassaflödeskalkyl. I denna kalkyl görs liksom hos Balder prognostiseringar om intäkter, kostnader och objektens marknadsposition. Ytterligare en viktig aspekt i

avkastningsmetoden är företagets förräntningskrav, alltså den lägsta avkastningen ägarna accepterar. Willhems nuvärde räknas fram genom prognostiserade kassaflöden ifrån en femårsperiod. Att kalkylperioden sträcker sig över fem år grundar Willhem i hyreskontraktens längd. Inom värderingen ryms ett antal parametrar som representerar de antaganden och tolkningar som de anlitate värderingsinstituten gör om investerare och andra aktörers verkan och tankar om marknaden. Man kan tänka sig att de externa värderarna möjligen följer strömmen och värderar utifrån liknande objekt, samtidigt som de är beroende av att anlitas igen, vilket sammantaget kan göra bedömningen mindre trovärdig. Företagen vill visa sig så stabila som möjligt, samt minska sitt konjunkturberoende. Vid lägre intäkter så kan företagen försöka skaffa sig högre värdering, så att resultatet fortfarande ser positivt ut. Men de kanske inte egentligen har gjort någon vinst, vilket kan lura det otränade ögat.

Jämförbarhet är en kvalitativ och förstärkande egenskap enligt IASBs föreställningsram. Ett problem för dagens användare av finansiella rapporter, som även kan kopplas till företagen i denna studie handlar om bristande information. Varken Balder, Hemfosa eller Willhem förklarar detaljerat vad som bestämmer avkastningskravet. Med avsaknad av detaljerad härledning till de faktorer som ligger till grund för företagets värdering får redovisningen ingen riktig substans. Balder skriver exempelvis som kommentar till sin känslighetsanalys att utvalda parametrar sällan förändras isolerat. För användaren blir därför analysen meningslös, men för att förstå detta krävs det goda kunskaper om hur fastighetsmarknaden fungerar. Redovisningen blir därför svår att jämföra, inte bara företag emellan utan även årligen för ett och samma företag.

5.2.1 Företagens likheter och skillnader

Fyrkantsfigurerna som tidigare presenterats har alla samma rektangulära utseende, men är olika i proportioner och storlek. Formerna, med höga staplar och smal bredd, innebär att de alla binder stora tillgångar och är karakteriserande för kapitalintensiva företag. Det är dock viktigt att påpeka att trots figurernas likhet, skiljer sig företagen åt. Främst handlar det om företagets mjukare delar som bland annat berör affärsidé och vilken strategi som tillämpas. Willhem, Balder och Hemfosas affärsidéer skiljer sig kraftigt åt. Trots att det finns många likheter mellan Balder och Willhems affärsidé, är skillnaderna stora.

Det är genom företagets handlande som olikheter kartläggs. Hemfosas handlande är fokuserat på förvärv av samhällsfastigheter, ett segment med mycket låga vakanser och långa hyresavtal. Willhem med ett tydligt fokus på bostäder och många transaktioner med fokus på köp av fastigheter, men få som innefattar sälj. Balder med en mer diversifierad portfölj, men med ett större fokus de senare åren på

kommersiella fastigheter. Transaktionstempot är högt som gör det möjligt för Balder att snabbt ändra sin portfölj av fastigheter och istället renodla mot utvalda segment.

Gemensamt för företagen är deras extrema tillgång till kapital. Det är den största förklaringen till varför förvärv i miljardklassen möjliggjorts och pågår. För undersökningsperioden har företagens genomsnittliga ränta legat kring 2-5 procent, att jämföra med 90-talet när räntan på bostadslån var 11-12 procent. Balder, Hemfosa och Willhem har dragit stor nytta av hävstångseffekten och på mycket kort tid kunnat leverera hög avkastning. Att makroekonomiska faktorer spelat stor roll i företagets utveckling kan lätt glömmas bort. Men faktum är att samhällsekonomiska faktorer som ränta, konjunkturläge, inflation och allmänhetens förväntningar har stor betydelse för den ekonomiska rapporteringen.

6.0 Slutsats

Vi har i denna studie tagit upp flera faktorer som påverkar fastighetsbranschen och företagets värdering av tillgångar. För att som utomstående utforska vad eller vem som orsakat en värdeförändring krävs en helhetsförståelse. För undersökningen görs antagandet att; Om ett hus lämnas oförändrat, är konstant och tiden är rörlig kommer värdet vara förändrat vid annan given tidpunkt. Det innebär således att företagets handlande förklarar en del av värdeförändringen, men inte hela. Det innebar för studien en uppdelning mellan det interna, som företaget kan påverka genom handling, och det externa som står för yttre påverkan, där hela samhället och marknaden förändras.

Att det finns både interna och externa faktorer som påverkar värdet gör att det finns både möjligheter och faror. Det blir då upp till var och en att identifiera dessa och anpassa verksamheten. De kan genom sin affärsplan och strategi göra sig mer eller mindre känslig för yttre påverkan. För att klara sig på lång sikt, i en denna föränderliga bransch, konstaterar vi att det krävs viss nivå av strategisk flexibilitet.

Ur värderingssynpunkt är det svårt att avgöra hur stor påverkan företagens olika antaganden fått på utvecklingen, men det går från fyrkantsbilden med orealiserade värden att utläsa skillnader företagen emellan. Värdet på förvaltningsfastigheterna bestäms ifrån kategori tre i verkligt värde hierarkin. Att dessa värderingar bygger på företagets egen bedömning och tolkningar om framtiden är även de ett faktum. Eftersom det i alla våra företags redovisningar saknas förklaringar till gjorda antaganden så kan företagets värderingar ifrågasättas, trots att alla tre följer IFRS. I arbetet utforskar vi företagets affärsplan och jämför mot de faktiska aktiviteterna. Det möjliggjorde bättre förståelse för hur det faktiska värdeskapandet gått till och företagets syn framtiden. Undersökningen visar att alla tre företagen har stora förhoppningar om framtiden och det får också stor betydelse för värderingen som då ger ett förbättrat resultat i redovisningen. Tillgångarna värderas på historiska intäkter och kostnader, men framförallt ett antagande om framtida kassaflöden. För användaren av den finansiella informationen ser det bara positivt ut, men den bilden som målas upp tar ingen hänsyn till att man inte kan förutspå framtiden. Det är dessutom svårt för användaren av finansiella informationen att bilda sig en uppfattning även på grund av att redovisningarna inte går att jämföra.

En liten förändring kan få dramatiska följder, framförallt på grund av faktorernas sammankoppling. Avkastningskrav och vakansgrad är exempel på sådana, förändras den ena förändras med stor sannolikhet även den andra. Därför kan minsta lilla förändring i samhället få stor påverkan, inte bara för årets redovisning utan för kommande tid framöver. Obalanser i kombination med en stark optimism kan leda till finansiella kriser, som historien visat. Det är inte förrän den ekonomiska aktiviteten börjar avta, betalningar ställs in som röster höjs om den ohållbara situation de vart med och skapat.

6.1 Fortsatt forskning

Denna studie visar att värdet beror både på åtgärder företagen vidtar, det vill säga dess strategi och yttre faktorer som de inte kunde påverka. Undersökningen utgår från triangeln, det vill säga hur företagen såg på fastigheten, människor och ekonomi och hur de påverkas av yttre faktorer. Vi har dock inte med nuvarande empiriska material konstaterat vilket av dem två som har störst inverkan på företagen. Därför hade varit intressant att försöka utveckla resonemanget kring triangeln. Genom att empiriskt gräva djupare i de aspekter som berör trekantens hörn bör objektets, relation till människor och ekonomi tydligare kunna beskrivas. Om detta uppnås är förhoppningen att modellen visuellt skall kunna visa vilket det största beroendet är, kopplat till företagets framtida fortlevnad. Frågan blir då: I vilken utsträckning påverkas företagets värde av ägarstruktur och styrning?

När vi utforskade transaktionsmarknaden visade det sig att utländska investerare lämnat marknaden, eller är inte längre med i samma utsträckning som tidigare. Det hade varit intressant att utforska varför utländska investeringar minskat och vart de har tagit vägen. Hur har det påverkat det branschen och samhällsklimatet? En hypotes; utländska investeringar driver upp fastighetspriser och gör dem ännu mer otillgängliga för landets, stadens eller till och med ortens invånare.

Efter avslutat arbete har vi förstått att fastighetsföretagens värde på dess tillgångar ändras när antaganden och marknadsförutsättningar förändras. Det hade därför varit intressant att jämföra flera fastighetsföretag för att se hur deras syn på framtiden skiljer sig åt, samt identifiera ifall de tydligt förklarar bakomliggande faktorer som antaganden grundas i. IFRS föreställningsram innehåller kriteriet jämförbarhet, men hur jämförbara är redovisningarna?

7.0 Källförteckning

7.1.0 Tryckta källor

7.1.1 Böcker

Bengtsson, N., Polesie, T.(1998) *Från fastighetskris till Castellum – en studie av gestaltning och styrning*. Stockholm: SNS Förlag.

Jansson, C., Polesie, T (2011) *En beskrivning och vidareutveckling av Trekantsmodellen*. Ewa Broniewicz & Thomas Polesie (red.)Våra villkor i verkligheten - den beskrivande ekonomin. 37-58. Göteborg: Bokförlaget BAS.

Fregert, K., Jonung, L. (2010) *Makroekonomi. Teori, politik och institutioner*. Polen: Pozkal

Lundkvist, G., Polesie, T., Torfason, AB. (2011) *Att bygga en stad. Vilka värden ligger bakom?* Ale: Bokförlaget BAS

Lorentzon. J. (2011) *Att värdera tillgångar*. Göteborg: BAS

Marton, J. Lumsden, M. Lundqvist, P. Pettersson, A.K. (2013) *IFRS – i teori och praktik*. 3 uppl. Stockholm: Sanoma utbildning.

Patel, R. & Davidson, B. (2010) *Forskningsmetodikens grunder*, Lund: Studentlitteratur AB

Polesie, T. (1995) *Drift och finans – aspekter på företagets ekonomi*. Malmö: Liber-Hermonds AB

Rimmel, G.(2011) *Fyrkanter, trekanter i företagsanalysens dynamiska krets*. I Ewa Broniewicz & Thomas Polesie (red.)*Våra villkor i verkligheten - den beskrivande ekonomin*. 67-69. Göteborg: Bokförlaget BAS.

7.1.2 Artiklar och tidningar

Porter, M.E. (1996) "What is Strategy?", *Harvard Business Review*, 74(6), 61-78.

Rex, M (2015) "Bolånemarginalerna oroar finansmarknadsministern", *Dagens Industri*, nr 113, s. 6.

Shimizu, K. and M.A. Hitt (2004) "Strategic flexibility: Organizational preparedness to reverse ineffective strategic decisions", 18(4), 44-59.

Wahlin, E (2015) "Bygg tillsammans", *Affärsvärlden*, nr 21, s. 9-10.

7.2.0 Elektroniska

Affärsvärlden (2011) Chansningen

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article3299066.ece> (Hämtad: 2015-04-26)

Aktiespararna (2006) En ödmjuk fastighetskung

<http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2006/november/En-odmjuk-fastighetskung/>
(Hämtad: 2015-04-22)

AP-fonderna (2015)

<http://apfondera.se> (Hämtad: 2015-05-08)

Avanza (2014) Börsåkarna hetast i år

<https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2014/12/23/borskakarna-hetast-i-ar.html> (Hämtad: 2015-04-16)

Balder (2015) Om företaget

<http://www.balder.se/frontsida/balder/om-foeretaget.aspx> (Hämtad 2015-04-22)

DTZ (2013) 99 Miljard blev transaktionsvolymen 2013

<http://dtz.se/nyhet/dtz-99-miljarder-i-transaktionsvolym-2013> (hämtad 2015-04-28)

DTZ (2014) Rekordhög transaktionsvolym år 2014

<http://dtz.se/nyhet/dtz-rekordh-g-transaktionsvolym-r-2014> (Hämtad) 2015-04-28)

Fastighetsvärlden (2015) Kartläggning: AP närmar sig kvarts biljon inom fastigheter

<http://www.fastighetsvarlden.se/notiser/ap-narmar-sig-kvarts-biljon-inom-fastigheter/> (Hämtad: 2015-05-08)

Fastighetsvärlden (2011) Nyanserna gör skillnad

<http://www.fastighetsvarlden.se/insyn/portratt/nyanserna-gor-skillnad/> (Hämtad 2015-04-27)

Fastighetssverige (2014) Eddie Ekberg, *Gemensam definition för samhällsfastigheter*

<http://www.fastighetssverige.se/artikel/gemensam-definition-r-nfor-samhallsfastigheter-15880/> (Hämtad 2015-04-15)

Forskning.se (2015) Vad var finanskrisen 1990?

<http://www.forskning.se/nyheterfakta/teman/varldsekonomi/tiofragorochsvar/vadvarfinanskrisen1990.5.227e434213e2118426e1c3.html> (Hämtad: 2015-05-13)

Forskning.se (2015) Vad var finanskrisen 2008?

<http://www.forskning.se/nyheterfakta/teman/varldsekonomi/tiofragorochsvar/vadvarfinanskrisen2008.5.227e434213e2118426e1cc.html> (Hämtad: 2015-05-13)

Forskning.se (2015) Centralbankerna och krisen

<http://www.forskning.se/nyheterfakta/teman/varldsekonomi/centralbankernaochkrisen.4.227e434213e2118426e2f0.html> (Hämtad: 2015-05-13)

Första AP-fonden (2015) Om Första AP-fonden

<http://www.ap1.se/sv/Om-AP1/> (Hämtad 2015-05-08)

Hemfosa (2015) Om Hemfosa

http://hemfosa.se/SV/Om_Hemfosa (Hämtad: 2015-04-23)

Hemfosa (2014) Hemfosa Fastigheter AB planerar att genomföra en börsnotering vid NASDAQ OMX Stockholm

<http://hemfosa.se/pages/pressmeddelande.aspx?id=07DC785CD8A3BDC2> (Hämtad: 2015-04-23)

Hemfosa (2015) Fastighetsbeståndet

http://hemfosa.se/SV/Vara_fastigheter/Fastighetsbestandet (Hämtad: 2015-04-23)

Investopedia.se (2015) Förräntningskrav

<http://www.investopedia.se/lexikon/f/foerraentningskrav> (Hämtad: 2015-05-07)

Mälardalens högskola (2014) Primär och sekundärkällor

<http://www.mdh.se/student/minastudier/examensarbete/omraden/metoddoktorn/soka-information/primar-och-sekundarkallor-primar-och-sekundardata-1.27203> (Hämtad: 2015-05-07)

Regeringen (2012) AP-fonderna i pensionssystemet

<http://www.regeringen.se/content/1/c6/19/75/00/9d1d5d0d.pdf> (Hämtad: 2015-05-07)

Riksbanken (2011) Vad är inflation

<http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Inflation/Vad-ar-inflation/> (Hämtad 2015-04-14)

Riksbanken (2015) Aktuell prognos för reporänta, inflation och BNP

<http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Aktuell-prognos-for-reporanta-inflation-och-BNP/> (Hämtad: 2015-04-16)

Riksbanken (2012) Historiska reporäntebeslut

<http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Historiska-reporantebeslut/> (Hämtad 2015-04-20)

Skatteverket (2015) Förvaltningsfastigheter

<http://www.skatteverket.se/download/18.deeebd105a602bfe38000110/kap28.pdf> (Hämtad 2015-04-20)

Svenska Dagbladet (2011) Fastighetskungen började från noll

http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/sverige/fastighetskungen-borjade-fran-noll_6999803.svd (Hämtad: 2015-04-22)

Svenska Dagbladet (2015) Minusräntan kostar bankerna 200 miljoner

<http://www.svd.se/minusrantan-kostar-bankerna-200-miljoner/om/riksbanken> (2015-05-14)

Svenskt Näringsliv (2014) Vår Ekonomi

http://www.svensktnaringsliv.se/migration_catalog/Rapporter_och_opinionsmaterial/Rapporter/var-ekonomi-i-korthet_596910.html/BINARY/V%C3%A5r%20ekonomi%20%E2%80%93%20i%20korthet (Hämtad: 2015-05-14)

Willhem (2015) Om Willhem

<http://www.willhem.se/Om-Willhem/om-willhem/> (hämtad 2015-04-24)

7.2.1 Bilder

Boverket (2015) Bostadsbristen

<http://www.boverket.se/sv/samhallsplanering/bostadsplanering/bostadsmarknaden/laget-pa-bostadsmarknaden/riket/> (hämtad 2015-04-24)

DTZ (2014) Rekordhög transaktionsvolym år 2014

<http://dtz.se/nyhet/dtz-rekordh-g-transaktionsvolym-r-2014> (Hämtad: 2015-04-28)

Ekonomifakta (2015) Konjunktoren

<http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/Konjunktoren---Barometerindikatorn/?from3925=2008&to3925=2014> (Hämtad: 2015-05-11)

Finansinspektionen (2015)

<http://www.fi.se/Tillsyn/Statistik/Bolan/> (Hämtad: 2015-05-14)

7.2.2 Årsredovisningar

7.2.1.1 AP-Fonderna

Årsredovisning Första AP-fonden 2008-2014 (tillgängligt 2015-05-20)

<http://www.ap1.se/sv/Finansiell-information-och-press/Rapporter/>

Årsredovisning Andra AP-fonden 2008-2014 (tillgängligt 2015-05-20)

<http://www.ap2.se/sv/press-finansiell-information/finansiella-rapporter/>

Årsredovisning Tredje AP-fonden 2008-2014 (tillgängligt 2015-05-20)

<http://www.ap3.se/forvaltning/Sidor/Ekonomiskrapporter.aspx>

Årsredovisning Fjärde AP-fonden 2008-2014 (tillgängligt 2015-05-20)

<http://www.ap4.se/web/templates/Page.aspx?id=920>

Årsredovisning Sjätte AP-fonden 2008-2014 (tillgängligt 2015-05-20)

<http://www.apfond6.se/sv/Finansiell-information/Arsredovisningar/>

7.2.1.2 Balder

Årsredovisning Fastighets AB Balder 2005-2014 (tillgängligt 2015-05-20):

<http://www.balder.se/fronstida/balder/investor-relations/finansiella-rapporter.aspx>

7.2.1.3 Hemfosa

Årsredovisning Hemfosa Fastigheter 2013-2014 (tillgängligt 2015-05-20):

http://hemfosa.se/SV/Investor_relations/Finansiella_rapporter

7.2.1.4 Willhem

Årsredovisning Willhem 2011-2014 (tillgängligt 2015-05-20):

<http://www.willhem.se/Om-Willhem/finansiell-information/>

8.0 Bilagor

Flerårsöversikt

Rapport över resultat och övrigt totalresultat för koncernen, mkr

1 jan-31 dec	2014	2013	2012	2011
Hysesintäkter	1 612	1 584	1 573	1 257
Fastighetskostnader och -administration	-538	-537	-587	-473
Driftnetto	1 074	1 047	986	784
Central administration	-74	-79	-83	-62
Övriga rörelseintäkter och -kostnader	62	0	21	40
Andel i joint ventures resultat	239	125	62	-104
Finansiella intäkter och kostnader	-480	-770	-800	-556
Förvaltningsresultat	821	323	186	102
Värdeförändring på fastigheter	487	-214	946	953
Värdeförändring på finansiella instrument	-277	23	-23	-142
Aktuell skatt	-2	-	0	-4
Uppskjuten skatt	-67	99	-187	-243
Årets resultat	962	231	923	667
Övrigt totalresultat	-	-	-	-
Årets totalresultat	962	231	923	667
Årets resultat per aktie före och efter utspädning, kronor	17,31	7,40	36,88	27,70

Rapport över finansiell ställning för koncernen, mkr

31 dec	2014	2013	2012	2011
Förvaltningsfastigheter	24 400	16 284	16 019	15 082
Andelar i intresseföretag och joint ventures	609	455	282	100
Derivat	-	6	-	-
Övriga anläggningstillgångar	10	36	48	294
Kortfristiga fordringar	94	66	125	131
Likvida medel	594	284	242	298
Summa tillgångar	25 707	17 131	16 716	15 905
Eget kapital	8 701	2 369	2 176	1 254
Räntebärande skulder	15 760	13 660	13 339	13 483
Derivat	102	118	135	112
Uppskjutna skatteskulder	423	430	527	413
Övriga skulder	721	544	539	643
Summa eget kapital och skulder	25 707	17 121	16 716	15 905

BALDER				Hemfosa				Wiihem			
2008	Orealiserade V.F		-214,3								
	Intäkter		662,8								
125,2	OT	LS	3832,1								
		KS	2259,8								
7820,7	AT	EK	1854								
7945,9		1144	7945,9								
662,8	Kostnader										
	Resultat		-481,2								
2009	Orealiserade V.F		-15,8								
	Intäkter		964,3								
196,4	OT	LS	4512,8								
		KS	5964,8								
13604	AT	EK	3322,7								
13800,4		659,9	13800,3								
	Kostnader										
	Resultat		304,4								
2010	Orealiserade V.F		1027								
	Intäkter		2766,0								
418	OT	LS	9487								
		KS	920								
14646	AT	EK	4658								
15064		1012	15065								
	Kostnader										
	Resultat		1754								
2011	Orealiserade V.F		978	2011	Orealiserade V.F		217	2011	Orealiserade V.F		217
	Intäkter		2706		Intäkter		2250		Intäkter		997
620	OT	LS	11709	429	OT	S	14651	250	OT	LS	4466
		KS	590			EK	1254			KS	1955
18358	AT	EK	6679	15476	AT			7261	AT	EK	1090
18978		1670	18978	15905		1337	15905	7511		845	7511
	Kostnader					Kostnader				Kostnader	
	Resultat		1037			Resultat	913			Resultat	152
2012	Orealiserade V.F		809	2012	Orealiserade V.F		864	2012	Orealiserade V.F		88
	Intäkter		2677		Intäkter		2638		Intäkter		945
186	OT	LS	14929	367	OT	LS	10284	464	OT	LS	6816
		KS	625			KS	4256			KS	3820
23658	AT	EK	8289	16349	AT	EK	2176	12156	AT	EK	1984
23844		1264	23843	16716		1529	16716	12620		811	12620
	Kostnader					Kostnader				Kostnader	
	Resultat		1412			Resultat	1110			Resultat	134
2013	Orealiserade V.F		801	2013	Orealiserade V.F		-193	2013	Orealiserade V.F		218
	Intäkter		3425		Intäkter		1741		Intäkter		1538
633	OT	LS	17676	349	OT	LS	12373	155	OT	LS	8282
		KS	1170			KS	2379			KS	2725
29408	AT	EK	11196	16772	AT	EK	2369	13203	AT	EK	2351
30041		1273	30042	17121		1609	17121	13358		1035	13358
	Kostnader					Kostnader				Kostnader	
	Resultat		2151			Resultat	132			Resultat	503
2014	Orealiserade V.F		2906	2014	Orealiserade V.F		340	2014	Orealiserade V.F		404
	Intäkter		6000		Intäkter		2410		Intäkter		1688
600	OT	LS	24792	688	OT	LS	16060	162	OT	LS	5435
		KS	1131			KS	946			KS	3985
39584	AT	EK	14261	25019	AT	EK	8701	14812	AT	EK	5554
40184		2178	40184	25707		1379	25707	14974		1415	14974
	Kostnader					Kostnader				Kostnader	
	Resultat		3822			Resultat	1031			Resultat	273