

Fastighetsbolagsstrategier på svenska aktiemarknaden

- Värdeskapande ur ett investerarperspektiv

Jesper Hofmann

Fredrik Lindquist

Fastighetsbolagsstrategier på den Svenska aktiemarknaden

© Jesper Hofmann och Fredrik Lindquist 2016

Båda författarna har gemensamt bidragit till hela examensarbetet.

Fastighetsvetenskap
Institutionen för teknik och samhälle
Lunds Tekniska Högskola
Box 118
SE-221 00 Lund

ISRN/LUTVDG/TVLM/16/5354 SE

Tryckort: Lund 2016

Fastighetsbolagsstrategier på den svenska aktiemarknaden

Strategies of Property Management Companies on the Swedish Stock Market

Examensarbete utfört av/Master of Science Thesis by:

Jesper Hofmann, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH

Fredrik Lindquist, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH

Handledare/Supervisor:

Ingemar Bengtsson, universitetsadjunkt/lektor/professor, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Examinator/Examiner:

Åsa Hansson, Fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet

Opponent/Opponent:

Martin Hedlund, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet

Andreas Joelsson Svinn, Civilingenjörsutbildning i Lantmäteri, LTH, Lunds Universitet

Nyckelord:

Fastighetsmarknaden, Bolagsstrategier, Diversifiering, Portföljvalsteori, Investeringsstrategi,

Keywords:

Real Estate Market, Company Strategies, Diversification, Portfolio Theory, Investment strategy.

Abstract

Property management companies on the Swedish stock market have long been very profitable and represented a good investment for shareholders. The purpose of this study is to determine and define the property-related strategies of listed Swedish property management companies – and how the choice of strategies affects the company's performance on the stock market. Furthermore, the analysis aims to investigate how investors should approach their selection of properties to create an optimal portfolio based on varying levels of return and risk.

The strategies identified in this study and used to describe stock development are; geographical diversification, diversification of property type, capital structure and opportunism. The study includes data from the stock performance and annual reports of 14 listed Swedish property management companies from December 6th, 2007 to October 30th, 2015. The period is characterized by an upward economic trend with property stock values and property prices on the increase. Based on the compiled data, this study classifies the companies' strategies and employs a regression analysis to describe how the strategies affected stock market performance. Four of these companies were then interviewed to compare the compiled data against the qualitative analysis.

The study shows that property management companies with focus on development within a single geographical area are positively influenced in terms of stock market performance. Specialization in particular property types, however, has not been shown to influence stock market performance to any degree of importance. Although a specialized portfolio may have management benefits, the risk versus return ratio varies widely depending on the type of property. A high loan to value ratio leads to higher stock market development through the leverage ratio. An opportunism strategy has led to positive stock performance in some cases, but this is most likely due to the rising property values in a strong property market. Transaction-intensive companies demonstrate greater stock performance volatility.

From a return versus risk perspective, the optimal portfolio during the period between 2007 and 2015 contains 91% bonds, 6% property and 3% shares. The high proportion of bonds in the mix is due to this asset class having had a low volatility relative to returns compared to shares and property during this period.

Sammanfattning

Fastighetsbolag på den svenska aktiemarknaden har under en lång tid varit mycket lönsamma och en god investering för aktieinvestorer. Syftet med denna undersökning är att avgöra och definiera vilka strategier svenska börsnoterade fastighetsbolag använder sig av, samt hur dessa val av strategier påverkar ett fastighetsbolags värdeutveckling på börsen. Ytterligare skall undersökningen ta reda på hur en investerare skall välja en optimal portfölj utifrån olika tillgångsklasser med avseende på avkastning och risk.

De strategier som studien har identifierat och använt som förklaring till börsutvecklingen är; geografisk diversifiering, diversifiering fastighetstyp, kapitalstruktur och opportunistisk genom transaktioner.

Studien innefattar data från 14 svenska börsnoterade fastighetsbolags årsredovisningar samt börsdata mellan perioden 2007-12-06 t.o.m. 2015-10-30. Perioden kännetecknas av en uppåtgående marknad på fastighetsaktier och fastighetspriser. Utifrån sammanställd data klassificeras bolagens strategier och en regressionsanalys genomförs för att beskriva hur strategierna påverkar börsutvecklingen. Fyra utvalda bolag har därefter intervjuats för att jämföra mot den kvalitativa dataanalysen.

Det har visat sig att börsutvecklingen påverkas positivt för fastighetsbolag som är geografiskt renodlade. Att vara specialiserad mot en viss fastighetstyp har inte visat sig ha någon betydelse för börsutvecklingen. En specialiserad portfölj kan däremot ha förvaltnings fördelar och beroende på fastighetstyp ges olika hög risk och avkastning. En hög belåningsgrad ger en högre börsutveckling genom hävstångseffekt. Opportunism som strategi har i vissa fall varit positivt men förmodligen beror detta på en stark prisutveckling på fastigheter. Transaktionsintensiva bolag har en större volatilitet på sin aktie.

Från de i arbetet genomförda intervjuerna har det visat sig att det finns ytterligare strategier och faktorer som kan påverka börsutvecklingen hos ett fastighetsbolag. Tillgången till fria aktier, utdelningar till aktieägare, substansvärde och kontinuerlig utveckling kan i stor grad påverka börsutvecklingen och bör utredas ytterligare.

Under perioden 2007-2015 utgörs den effektiva portföljen av 91 % obligationer, 6 % fastigheter och 3 % aktier. Ur avkastnings- kontra risk-perspektiv är detta den optimala portföljen att hålla under perioden. Den höga andelen obligationer beror på att denna tillgångsklass under perioden har en låg volatilitet i förhållande till avkastning, jämfört med aktier och fastigheter.

Förord

Detta arbete har utförts under vinterhalvåret 2015/2016 och är det avslutande momentet i vår utbildning till Civilingenjör i Lantmäteri.

Vi vill börja med att tacka vår handledare Ingemar Bengtsson. Genom arbetet har han bidragit med idéer och varit en viktig resurs för oss. Vi väl även rikta ett tack till de fastighetsbolag som har ställt upp på intervjuer. Utan dem hade vi inte kunnat dra de slutsatser som vi gjort.

Vi vill även tacka Elin Mellbin, Lennart Persson och Laurel Williams som i vår slutfas läst och gett feedback på vårt arbete. Ytterligare vill vi tacka våra opponenter som gett god och behjälplig kritik kring vårt genomförande och slutsatser. Slutligen vill vi tacka våra familjer och vänner som stöttat oss igenom arbetet.

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	14
1.1 Bakgrund	14
1.2 Syfte	15
1.3 Frågeställningar	15
1.4 Metodik och avgränsningar	15
2. TEORI	17
2.1 Fastighetsmarknaden	17
2.1.1 Historik	17
2.1.2 Utformning	17
2.1.3 Europa och Norden	17
2.2 Aktiemarknaden	18
2.3 Modern portföljvalsteori	19
2.3.1 Definition	19
2.3.2 Diversifiering	19
2.3.3 Avkastning	20
2.3.4 Risk	20
2.3.5 Korrelation	20
2.3.6 Riskfria räntan	21
2.3.7 Optimala portföljen	21
2.3.8 Sharpekvot	22
2.4 Diversifiering ur fastighetsperspektivet	22
2.4.1 Internationellt perspektiv	22
2.4.2 Nationellt perspektiv	23
2.5 Fastighetsportföljen	23
2.5.1 Fastigheter som diversifieringsobjekt	23
2.5.2 Diversifiering av fastighetstyp	24
2.5.3 Geografisk diversifiering	25
2.5.4 Renodling	25
2.5.4 Herfindahls Index	26
2.6 Kapitalstruktur	26
2.6.1 Ekonomisk hävstång	26
2.6.2 Belåningsgrad	26
2.7 Opportunism	27
2.8 Regressionsanalys	27
3 METOD	28
3.1 Litteratursökning	28
3.2 Urval och selektion	28
3.3 Datainsamling	29
3.4 Analys av bolagsstrategier	29
3.4.1 Geografisk diversifiering respektive fokusering	30
3.4.2 Diversifiering respektive renodling av fastighetstyp	30
3.4.3 Kapitalstruktur	31
3.4.4 Opportunism	31

Fastighetsbolagsstrategier på den svenska aktiemarknaden

3.4.5 Genomförande av analys	32
3.5 Portföljvalsanalys	32
3.6 Kvalitativ analys	33
3.7 Problematik	34
3.7.1 Gränsdragning	34
3.7.3 Förändrad bolagsstrategi	34
3.7.3 Begränsad marknad	34
4. RESULTAT OCH ANALYS	35
4.1 Kvantitativ analys	35
4.1.1 Geografisk diversifiering	35
4.1.2 Diversifiering av fastighetstyp	36
4.1.3 Klassificering geografi och fastighetstyp:	38
4.1.4 Renodlingsdiagram	39
4.1.5 Opportunism	41
4.1.6 Avkastning och Volatilitet	42
4.1.7 Korrelationsanalys	44
4.1.8 Regressionsanalys	45
4.1.9 Portföljvalsanalys	47
4.2 Kvalitativ analys - Intervjuer	50
4.2.1 Diversifiering respektive fokusering av geografisk region	50
4.2.2 Diversifiering respektive fokusering av fastighetstyp	50
4.2.3 Kapitalstruktur	50
4.2.4 Transaktionsintensitet, opportunism	51
4.2.5 Finansiella modeller	51
4.2.6 Nyckeltal	51
4.2.7 Faktorer som påverkar börsutvecklingen.	51
5 SLUTSATS	52
5.1 Strategier	52
5.2 Portföljvalsanalys	54
6. DISKUSSION	55
6.1 Diskussion av resultat och slutsatser	55
6.2 Teoretiskt och praktiskt bidrag till forskningen	56
6.3 Förslag till fortsatt forskning	56
7 KÄLLOR	57
7.1 Böcker	57
7.2 E-böcker	57
7.3 Artiklar	57
7.4 Internetkällor	58
7.5 Börsdata	58
7.6 Årsredovisningar	59
8. BILAGOR	60
8.1 Intervjufrågor	60
8.2 Intervju Hufvudstaden	62
8.3 Intervju Klöver	63

Fastighetsbolagsstrategier på den svenska aktiemarknaden

8.4 Intervju Kungsleden	64
8.5 Intervju Wihlborgs	65

1 Inledning

I detta avsnitt görs en introduktion till arbetets bakgrund, syfte, frågeställningar och metodik.

1.1 Bakgrund

Den svenska fastighetsmarknaden har länge varit lönsam och under uppgång. Under ett flertal år sedan finanskrisen 2008 har branschen sett stigande transaktionsvolym över de flesta områden. Transaktionsvolymen 2014 var ett rekordår med en transaktionsvolym om 156 Miljarder kronor (DTZ 2014). Den svenska fastighetsmarknaden är troligtvis hetare än någonsin.

De svenska börsnoterade fastighetsbolagen har under flertalet år varit mycket stabila och högavkastande placeringar för investerare. Varje bolag är dock unikt, vilket innebär en stor variation i börsutvecklingen mellan olika bolag trots att den underliggande tillgången är densamma d.v.s. fastigheter. Detta innebär att fastighetsbolag måste ha unika strategier som gör att de kan överträffa marknaden och göra kloka investeringsbeslut.

Ända sedan Markowitz 1952 introducerade teorin kring diversifiering har det varit en vanlig strategi bland investerare. Med hjälp av diversifiering kan investerare sprida sina risker genom att placera kapital i olika tillgångar. För diversifiering som strategi i företag gäller samma grundläggande principer men det handlar om att diversifiera mellan olika produkter och marknader. För ett fastighetsbolag kan detta handla om att satsa på en viss fastighetstyp eller ett geografiskt område. Den senaste tiden har även den motsatta strategin varit vanlig bland fastighetsbolag d.v.s. genom att renodla sig. Ett antal undersökningar har visat att fastighetsbolag som renodlar sig premieras gentemot diversifierade fastighetsbolag (Leimdörfer 1997).

Börsnoterade fastighetsbolag kan givetvis nyttja ett flertal olika strategier för att skapa värde åt sina aktieägare. Genom att ha en opportunistisk strategi i sin transaktionsverksamhet bör ett bolag kunna skapa värde genom att köpa undervärderade fastigheter. Det motsatta, att sälja övervärderade är också en möjlighet. I samband med transaktioner finns alltid underliggande fastighetslån som gör affärer möjliga. Beroende på vilken belåningsgrad ett företag har får de olika hävstång på sina investeringar. En hög belåningsgrad ger en högre hävstång vilket kan motivera en högre belåning. Därför bör det vara rationellt att ha en strategi att sträva mot en högre hävstång för att skapa en hög avkastning på det egna kapitalet.

Ur en investerars perspektiv finns valet att placera kapital i olika typer av tillgångsklasser. Normalt delas tillgångsklasserna in i tre olika grupper; fastigheter, obligationer och aktier. Beroende på risk och avkastning kan en investerare få olika effektiva portföljer beroende innehållande de olika tillgångsklasserna.

1.2 Syfte

Syftet med undersökningen är att avgöra och definiera vilka strategier svenska börsnoterade fastighetsbolag använder sig av, samt hur dessa val av strategier påverkar ett bolags börsutveckling. Ytterligare skall undersökningen ta reda på hur en investerare skall välja en optimal portfölj utifrån olika tillgångsklasser med avseende på avkastning och risk.

1.3 Frågeställningar

- Vilka strategier använder sig fastighetsbolag av och är det möjligt att förklara ett bolags börsutveckling med hjälp av dessa?
- Har fastighetsbolags strategier förändrats under den utvalda perioden, 2007-2015, och i vilket avseende?
- Hur förhåller sig resultaten från den kvantitativa analysen till hur börsbolagen själva definierar sina strategier?
- Hur skall en effektiv portfölj utformas innehållande aktier, obligationer och fastigheter under perioden 2007-2015?

1.4 Metodik och avgränsningar

Syftet besvarades genom att hämta information kring börsbolagens strategier via årsredovisningar och med denna data som grund förklarades börsutvecklingen för de olika bolagen. Börsutvecklingen var en förklarande faktor för vilka strategier som är mer, eller mindre lönsamma. För att besvara frågan hur en effektiv portfölj skall utformas utfördes en portföljvalsanalys.

Arbetet inleddes med en grundlig teoretisk litteraturstudie inom ämnesområdet för att bilda en bred uppfattning om forskningen. För att kunna genomföra studien utfördes ett flertal ekonomiska analyser av fastighetsbolagsstrategier. Dessa strategier definierades med hjälp av årsredovisningar från 14 fastighetsbolag på den svenska aktiemarknaden mellan åren 2007-2014. Därefter valdes fyra strategier ut som ansågs mest relevanta för arbetets syfte.

Med börsdata från 2007 till 2015 och de definierade strategierna utfördes en regressionsanalys för att kunna bestämma hur dessa påverkade börsutvecklingen. För att vidare kunna analysera de olika strategierna, samt undersöka om det finns ytterligare strategier, genomfördes intervjuer med företagsrepresentanter från bolag i arbetet.

Utöver detta genomfördes en portföljvalsanalys för att avgöra hur en optimal portfölj, under perioden 2007-2015, skall se ut med underliggande tillgångar i obligationer, aktier och fastigheter.

Arbetets metod beskrivs mer ingående i kapitel 3 Metod.

2. Teori

I detta avsnitt presenteras den teoretiska referensram som ligger till grund för utförandet av arbetet.

2.1 Fastighetsmarknaden

2.1.1 Historik

Förutom IT-bubblan 2000 och finanskrisen 2008 har fastighetsmarknaden gått starkt den senaste 20-års-perioden. Perioden 2007-2015 kännetecknas av en total prisutveckling på fastigheter. Bostäder är den fastighetstyp som har haft den största prisutvecklingen. Kontor och handel har också haft en prisutveckling medan industri har haft en svagare utveckling. Den svagare utvecklingen för industrifastigheter beror på en lägre sysselsättning inom branschen. Prisutvecklingen på fastigheter kan även härledas ur det låga ränteläge som råder (NaiSvefa 2015).

2.1.2 Utformning

Fastighetsmarknaden fungerar i likhet med en normal marknad med vissa undantag. Det finns en stor problematik kring värdering av fastigheter eftersom det inte finns några exakta jämförelseobjekt. Varje fastighet är unik och omsättningen av fastigheter sker sällan, endast cirka 3-5 % omsätts per år. Fastigheter är lägesbestämda vilket innebär att priset kan vara starkt korrelerande med vad som sker i omgivningen.

Faktorerna ovan m.fl. gör det svårt att bestämma prissättningen på fastighetsmarknaden. Istället för att bedöma varje fastighet som objekt måste de brytas ner i mindre faktorer för att kunna jämföras. (Lind & Persson 2003, ss. 199-200).

2.1.3 Europa och Norden

De fyra nordiska länderna Danmark, Finland, Norge och Sverige utgör tillsammans Europas tredje största investeringsmarknad för fastigheter. Trots att dessa länders befolkning bara består av 26 miljoner människor omfattar det 15 % av Europas transaktionsvolym, där Sverige står för 7 % och enskilt utgör Europas fjärde största investeringsmarknad. Detta kan jämföras med exempelvis Tyskland där befolkningsmängden är 81 miljoner och transaktionsvolymen utgör 16 %, se diagram 1 (Leimdörfer 2015).

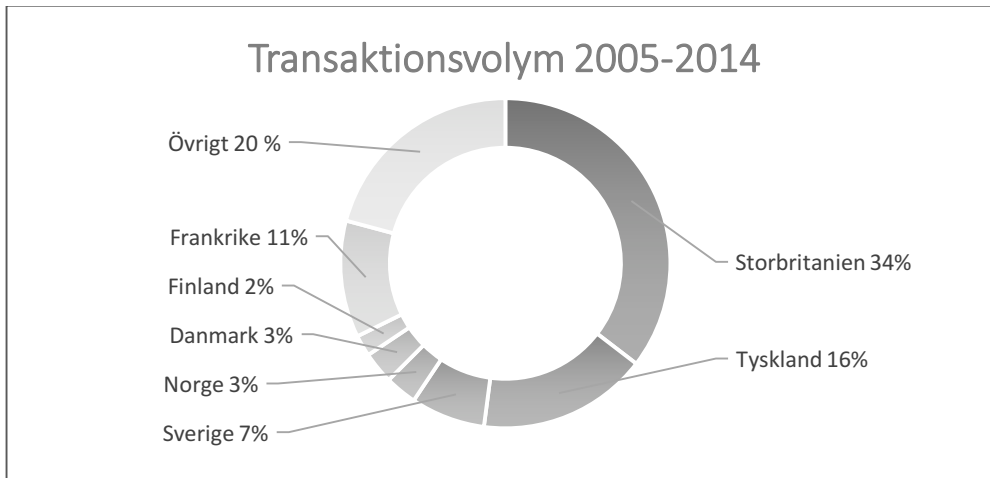


Diagram 1 Transaktionsvolym 2005-2014 (Leimdörfer 2015).

Den svenska fastighetsmarknaden är mest likvid i hela Europa vilket är attraktivt ur investerarsynpunkt. Sveriges marknadsutformning beror främst av tre kritiska faktorer.

Den svenska fastighetsmarknaden kännetecknas av hög transparens, d.v.s. en stor del av marknadsinformationen finns tillgänglig. Detta bidrar till att minska osäkerheten på marknaden vilket i sin tur sänker riskpremien och därmed gör det enklare för investerare att handla med fastigheter.

De senaste decennierna har Sverige genomgått en hög transaktionsvolym jämfört med andra Europeiska länder. Eftersom att detta har pågått under längre tid syns det att det finns möjligheter på marknaden vilket skapar ett större intresse för investerare.

Sverige har ett rättssystem som bidrar till lägre transaktionskostnader på fastighetsmarknaden jämfört med andra länder i Europa. Bland annat finns möjligheten att genom fastighetsreglering undvika stämpelskatt, samt reavinstbeskattningen som gör det möjligt att skjuta upp eller undvika skatt för ekonomisk vinst. (Leimdörfer 2015)

2.2 Aktiemarknaden

En aktiemarknad är en handelsplats där utbyten sker med värdepapper. Handeln sker normalt sett på en aktiebörs såsom OMX Nordic. På OMX Nordic finns alla svenska börsnoterade bolag och däribland även fastighetsbolagen som finns på den underliggande Stockholmsbörsen. Det finns tre olika listor på OMX Nordic som delar in bolagen i olika storlekar; small cap, mid cap och large cap (Swedbank, 2016a).

Det som utmärker ett börsnoterat bolag jämfört med ett ej noterat företag är att de krav och skyldigheter som bolaget har ökar. Det är framför allt informationsskyldigheten som ökar markant. Eftersom bolagets aktier i och med börsnotering kan handlas på börsen är det av allra största vikt att all information som

kan påverka priset på en aktie offentliggörs. Det ska inte finnas möjlighet att ta del av icke offentliga uppgifter och på så sätt få marknadsfördelar (Swedbank, 2016b).

Det finns även en hårdare redovisningsstandard för börsnoterade bolag. Fastighetsbolag måste exempelvis redovisa verkligt värde på sina fastigheter vid varje kvartal. Den internationella redovisningsstandarden för alla börsnoterade bolag kallas IFRS (AICPA 2016).

2.3 Modern portföljvalsteori

2.3.1 Definition

Den moderna portföljvalsteorin bygger på att en tillgång kan beskrivas utifrån tre olika parametrar; avkastning, risk och korrelationen till andra tillgångar. En investerare vill maximera sin avkastning och minimera sin risk, vilket bygger på antagandet att alla investerare är riskaverta. I praktiken är dock investerare mer eller mindre riskaverta och kan genom att ta en större risk få en högre förväntad avkastning. För att det ska vara möjligt att diversifiera en portfölj och på så sätt eliminera risker krävs det att tillgångarna i portföljen har låg korrelation (Markowitz 1952).

För att en portfölj skall kunna representera en marknad måste den innehålla alla tänkbara tillgångsklasser. Genom att studera de tio största investeringsinstitutionerna i Sverige syns att deras portföljer utgörs av fyra stycken tillgångsklasser; fastigheter, aktier, obligationer och andra tillgångar. Dessa andra tillgångar utgör dock endast en mindre del av portföljen, ca 4 % (Leimdörfer 2014).

2.3.2 Diversifiering

Den bakomliggande teorin av diversifiering introducerades av Markowitz 1952 och har sedan dess varit ett essentiellt koncept inom investeringsstrategier för att minimera risk. Uttrycket diversifiering innebär att en verksamhet breddas för skapa ett skydd mot konjunkturen inom ett område och därmed bli mindre beroende av den ekonomiska omvärlden (Nationalencyklopedin 2015).

Diversifiering används inom olika områden, som börsuttryck innebär det en eftersträvan att sprida sin aktieportfölj med olika tillgångsklasser och därmed diversifiera sin portfölj (Markowitz 1952). Det finns framför allt tre olika tillgångsklasser som en investerare kan diversifiera sig mellan; aktier, obligationer och fastigheter (Clayton, Eichholtz, Geltner & Miller 2014, ss. 523-526).

Rationellt bör en investerare satsa kapital i den tillgång som ger högst möjliga avkastning till lägst risk. Dock är det inte önskvärt att placera allt i samma tillgång. Placeras kapitalet i olika tillgångar kommer lagen om stora nummer innebära en större möjlighet att erhålla den förväntade avkastningen, än om allt placeras i en tillgång. Lagen om stora nummer kan dock inte alltid förväntas gälla för portföljer då det ofta finns en interkorrelation mellan tillgångarna i portföljen (Markowitz 1952).

2.3.3 Avkastning

Avkastning beskriver hur mycket en tillgångs värde har förändrats mellan två tidpunkter. De vanligaste tidsintervallen som används är dagsavkastning, veckoavkastning, månadsavkastning och årsavkastning. Avkastningen består av två delar; direktavkastningen (y_t) och värdetförändringen (g_t), se ekvation 1 (Geltner et al. 2014, s. 192).

$$r_t = y_t + g_t \quad \text{Ekv. 1}$$

För att beräkna en periodavkastning används kassaflödet (CF_t), värdet vid början av perioden och värdet vid slutet av perioden, se ekvation 2 (Geltner et al. 2014, s. 192).

$$r_t = (CF_t + V_t - V_{t-1})/V_{t-1} \quad \text{Ekv. 2}$$

Avkastningen kan mätas på flera sätt med olika baser. I företagsvärlden används bland annat nyckeltalen: avkastning på -, eget kapital, totalt kapital, investering, sysselsatt kapital. Totalavkastningen på en aktie beräknas som skillnaden i pris på aktien mellan två tidpunkter inklusive utdelningar (Geltner et al. 2014, s. 192).

2.3.4 Risk

I portföljvalsteori innebär risk osäkerhet och mäts normalt i standardavvikelse eller varians. Inom finansvärlden används begreppet volatilitet mer flitigt. Volatilitet beskriver den årliga standardavvikelsen för avkastningen på en finansiell tillgång. När risken för en tillgång ska mätas används historisk data. (Lekander & Söderberg 2003, ss. 411).

Risken består av systematisk risk och osystematisk risk. Osystematisk risk påverkar en eller ett fåtal investeringar, exempelvis den risk som enskilda företag står inför vid investeringar på sin marknad.

Systematisk risk, även kallad marknadens risk, påverkar samtliga investeringar. Exempel på marknadsrisk är makrovariabler så som konjunktursvängningar, inflation, räntenivåer och förändringar på arbetsmarknaden (Lekander & Söderberg 2003 ss. 414-416).

En investerare kan principiellt endast få ersättning för den systematiska risken eftersom den osystematiska risken kan diversifieras bort. Den ersättning som fås för den systematiska risken kallas riskpremie och består av en riskfri ränta samt en marknadsavkastning (Lekander & Söderberg 2003 s. 415).

2.3.5 Korrelation

Korrelation beskriver hur två olika tillgångar beror av varandra. Risken i en portfölj är beroende av hur olika tillgångars avkastning förhåller sig till varandra över tiden. Andelen av varje tillgång påverkar den totala risken i portföljen. Korrelationen mellan tillgångar har ett värde mellan -1 och 1 och är en avgörande faktor för portföljens risk. Ett värde nära 1 eller -1 innebär att avkastningen på tillgångarna följer varandra positivt resp. negativt. Ett värde nära noll innebär att tillgångarna inte korrelerar. Det

är alltså inte önskvärdt att ha två olika tillgångar som korrelerar perfekt, då fördelarna med diversifiering går förlorade. Kan två tillgångar med perfekt negativ korrelation kombineras så finns möjligheten att få en hög avkastning som är i princip riskfri. (Lekander & Söderberg 2003 s. 412).

2.3.6 Riskfria räntan

Den riskfria räntan definieras som räntan en investerare kan placera pengar riskfritt. Denna likställs ofta med räntan på statsobligationer och statsskuldväxlar. Enligt PWC's årliga rapport 2015 använder sig 83 % av svenska marknadsaktörer den 10-åriga räntan för statsobligationer som referensränta för den riskfria räntan när de beräknar marknadsriskpremien. I dagens läge är dock statslåneräntorna historiskt låga och PWC's rapport visar därför en normaliserad långsiktig riskfria ränta på 2,6 %. Detta innebär att rapporten tror på en betydligt högre riskfri ränta än en svensk 10-årig statsobligation som vid rapportens genomförande ligger på 0,6 % (PWC 2015).

2.3.7 Optimala portföljen

En optimering av en portfölj syftar till att finna den maximala avkastningen vid varje risknivå eller den lägsta risken vid varje avkastningsnivå. Varje effektiv kombination bildar tillsammans den effektiva fronten. Denna samling av portföljer har en portfölj som är mer optimal än de övriga, vilken kan bestämmas genom att införa en riskfri ränta. Den s.k. *supereffektiva* portföljen (M i diagram 2) identifieras som den portfölj som tangeras av CML (Capital Market Line). CML utgörs av den linje som startar från den riskfria räntan och sedan tangerar den optimala fronten, se diagram 2 (Lekander & Söderberg 2003 ss. 416-417).

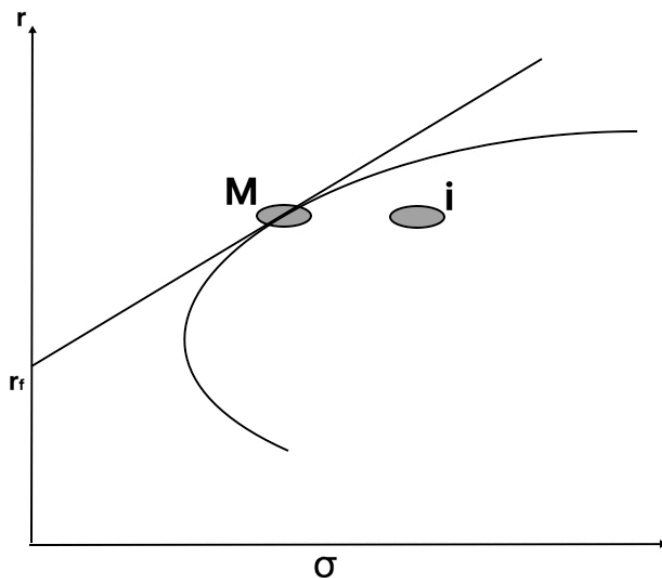


Diagram 2 Optimala fronten (Lekander & Söderberg 2003).

Avkastningen för en tillgång i ges enligt ekvation 3:

$$E(r_i) = r_f + \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m^2} (E(r_m) - r_f)$$

Där $E(r_m)$ är avkastningen för marknaden. Ekv. 3

(Lekander & Söderberg 2003 s. 417).

2.3.8 Sharpekvot

Risken för två portföljer kan skilja sig åt men dessa kan ändå ge samma avkastning, givet en viss tidsperiod. Genom att välja den portfölj med lägst standardavvikelse minimeras risken. Sharpekvoten uttrycker den riskjusterade avkastningen för en viss portfölj. Alltså hur väl en investerare har valt sin portfölj givet en viss avkastning med hänseende till standardavvikelsen. Sharpekvoten P uttrycks enligt ekvation 4 (Geltner et al. 2014 ss. 539-540).

$$P = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}, r_p \text{ är avkastning på portföljen, } \sigma_i \text{ är standardavvikelse. Ekv. 4}$$

(Sharpe 1964)

En hög Sharpekvot innebär att portföljen är vald utefter kloka investeringsbeslut, eftersom risken har minimerats. Är Sharpekvoten låg tyder det på att portföljen har högre risk än nödvändigt och att avkastningen snarare beror på tur än goda investeringsbeslut (Geltner et al. 2014 ss. 539-540).

2.4 Diversifiering ur fastighetsperspektivet

2.4.1 Internationellt perspektiv

Fördelarna som fastigheter kan ge utifrån diversifiering vilar totalt på att fastighetsmarknadens ekonomiska cykel skiljer sig från aktie- och obligationsmarknadens cyklar. Detta innebär att fastigheter inte korrelerar med andra tillgångar (Baker 2014). En del rapporter visar att aktiemarknadens cykel varar i cirka fyra år medan fastighetsmarknadens cykel oftast är 18 år (Hoyt 1933). Detta har har intygats av de två senaste cyklerna som varade 17 resp. 17,5 år (Baker 2014).

Historiskt sett har fastigheter levererat höga riskjusterade avkastningar och låga korrelationer relativt andra tillgångar. Fastigheter har därför varit en viktig tillgång för diversifiering i portföljer (Baker 2014). Korrelationen internationellt mellan aktier och fastigheter var under perioden 1978-2013, 0,580 och 0,158 mellan fastigheter och obligationer under samma period (Baker 2014). Andra undersökningar har visat låga korrelationer mellan aktiemarknaden och fastighetsmarknaden på 0,300 (Case, Yamwei & Yildiray 2012). Det finns även undersökningar som visar att fastigheter ger betydligt högre korrelationer jämfört aktie- och obligationsmarknaden under finanskriser vilket ger lägre möjligheter till diversifiering (Hoesli & Reka 2013).

2.4.2 Nationellt perspektiv

För investerare är det viktigt att välja en portfölj som representerar hela marknaden och där tillgångsklasserna har så låg korrelation som möjligt. Investerare kan då diversifiera sig och genom en lägre risk uppnå en högre avkastning. Precis som på internationell nivå har det historiskt sett varit låg korrelationen mellan aktier, obligationer och fastigheter. Detta innebär att alla dessa kan kombineras effektivt i en och samma portfölj. Under perioden 1984-2013 såg korrelationen ut på följande vis (Leimdörfer 2014):

Tabell 1 Korrelation mellan tillgångsklasser i Sverige (Leimdörfer 2014)

Korrelationsmatris	Aktier	Obligationer	Fastigheter
Aktier	1,00	0,04	0,21
Obligationer	-0,04	1,00	-0,12
Fastigheter	0,21	-0,12	1,00

Korrelationen är mycket låg vilket innebär att alla dessa tillgångsklasser spelar en viktig roll i valet av en effektiv portfölj. I Sverige under perioden 1984-2013 utförde Leimdörfer en portföljvalsanalys i med dessa tillgångsklasser. Då blev fördelningen i portföljen 50 % obligationer, 38 % aktier, 8 % fastigheter och 4 % övrigt.

Under perioden 1988-2010 uppdelat i tio-åriga perioder är fastigheters prisutveckling starkt korrelerande (0,9) med fastighetsaktiers utveckling. Under kortare perioder är dock korrelationen låg (0,4). Detta innebär att vid en längre investeringsfront kan fastigheter ersättas med fastighetsaktier, vilket skapar större möjligheter för investerare att diversifiera och förflytta kapital (Leimdörfer 2014).

2.5 Fastighetsportföljen

2.5.1 Fastigheter som diversifieringsobjekt

Investerare väljer att investera i fastigheter då det kan ge diversifieringsfördelar relativt andra tillgångar, vilket kan ge en effektivare portfölj. Det finns även en möjlighet att diversifiera inom tillgångsklassen fastigheter. Traditionellt har fastighetsportföljer diversifierats genom fastighetstyp och geografisk allokering (Eichholtz et. al 1995).

En investerare som har intresse att placera kapital i fastigheter kan antingen köpa andelar i ett publikt fastighetsbolag, alternativt äga fastigheter privat. Det är även möjligt att köpa andelar i fastighetsfonder, mer känt som REITS (Real Estate Investments Trusts). Ett bolag som förvaltar fastighetsfonder har till syfte att investera i fastigheter eller fastighetsobligationer och andra fastighetsrelaterade krediter (Geltner et al. 2014 ss. 131-135).

2.5.2 Diversifiering av fastighetstyp

Inom fastighetssegmentet finns det flera olika typer av fastigheter med olika egenskaper. Historiskt sett har olika typer av fastigheter gett olika avkastning, tillväxt och volatilitet, vilket ger låga korrelationer. De mest utmärkande fastighetstyperna är bostäder, vård, kontor, industri och handel (Baker 2014). Dock finns det även ett flertal specialfastigheter så som hälsocenter, hotell, självförvaring, datacentraler och infrastruktur. Beroende på fastighetstyp ges olika direktavkastning och avkastning. En industrifastighet har exempelvis ett betydligt högre avkastningskrav än en bostadsfastighet då det anses vara mer riskfyllt.

Avkastningen och risken på olika fastighetstyper påverkas av ett flertal faktorer. Exempelvis påverkar bolåneräntor, utbudet av lägenheter och sysselsättningstillväxten efterfrågan på hyreslägenheter. Sysselsättningstillväxten i yrken som är benägna att använda kontor, såsom företagstjänster, påverkar efterfrågan på kontorslokaler. Tillväxten i inhemsk och utländsk handel i materiella anläggningstillgångar påverkar efterfrågan på industrianläggningar. Dessa avkastningsdrivande faktorer som är specifika för varje fastighetstyp motiverar möjligheten till diversifiering (Baker 2014).

Ett antal studier där korrelationen undersökts mellan olika fastighetstyper har visat att det finns möjlighet för diversifiering. Se tabell 2 för FTSE NAREIT pure property index mellan 2000–2013 (Baker 2014). Siffrorna kommer ifrån Amerikanska index och kan därför inte översättas direkt på svenska fastighetsmarknaden men principen är densamma.

Tabell 2 Nyckeltal och Korrelation fastighetstyper internationell (Baker 2014).

<i>Diversifiering</i>	<i>Lägenheter</i>	<i>Vård</i>	<i>Hotell</i>	<i>Industri</i>	<i>Kontor</i>	<i>Handel</i>
<i>Avkastning(år)</i>	9,76	14,98	7,9	9,53	8,92	11,27
<i>Volatilitet</i>	10,67	13,94	13,39	13,24	10,57	11,14
<i>Sharpekvot</i>	0,727	0,931	0,0441	0,569	0,654	0,833
<i>Korrelation</i>	Lägenheter	0,692	0,687	0,741	0,851	0,816
	Vård		0,59	0,756	0,778	0,772
	Hotell			0,751	0,778	0,772
	Industri				0,852	0,89
	Kontor					0,904

Tabell 2 visar att det finns möjligheter till diversifiering mellan flera olika fastighetstyper. Kombinerat med realiserade Sharpekvoter, visar korrelationerna att lägga till ett innehav av lägenheter, hälsovård, eller detaljhandel till en befintlig portfölj skulle inneburi diversifiering under tidsperioden (Baker 2014).

2.5.3 Geografisk diversifiering

Geografiska allokeringar kan, beroende på konjunkturlägen i ekonomiska regioner, ge möjligheter till diversifiering. I Sverige delas de viktigaste geografiska regionerna in i Göteborg, Stockholm, Öresund och övriga Sverige. Såväl som det finns geografiska regioner kan det även finnas ekonomiska regioner. Seiler, Webb & Myers (1999) har undersökt möjligheten att diversifiera över ekonomiska eller geografiska regioner. De fann att det bör vara bättre att diversifiera över ekonomiska regioner än geografiska. Den vanligaste indelningen bland liknande studier är dock geografisk indelning då det är mer komplicerat att dela upp fastigheter i ekonomiska regioner.

Ett antal internationella korrelationsundersökningar har visat att det finns en möjlighet till geografisk diversifiering, exempelvis Eichholtz et. al 1995.

2.5.4 Renodling

Det har på senare tid visat sig att renodling har varit en välanvänd strategi bland fastighetsbolag i Sverige. Flertalet noterade fastighetsbolag strävar efter att genomföra transaktioner som leder till en högre grad av geografisk renodling och högre renodling av fastighetstyp. Det måste därmed finnas incitament till att använda sig av en renodlad strategi. Leimdörfer fann i en undersökning att fastighetsbolag som renodlade sig handlades med en substanspremie och diversifierade med en substansrabatt. Bakgrunden till att de fokuserade bolagen värderas högre kan bero på att verksamheten får en högre operationell- och finansiell effektivitet (Leimdörfer 1997).

Den operationella effektiviteten innebär ökade intäkter genom fokusering på delmarknader, en stärkt marknadsposition och minskade kostnader genom ett mer homogent bestånd vilket bidrar till en kostnadseffektiv drift (Ibid.).

Den finansiella effektiviteten innebär en tydligare exponering då investerare erbjuds en tydlig strategi. Det blir enklare att få en tydlig uppfattning om bolaget och investeraren kan istället diversifiera sin portfölj genom att välja olika bolag. En investerare kan lättare analysera och göra en bedömning av bolagets ledning och strategi (Ibid.).

2.5.4 Herfindahls Index

Herfindahls formel beskriver ett företags storlek i förhållande till marknadens storlek och används som en indikator på marknadsinflytande. Herfindahls Index (HI) definieras som summan av kvadraterna av marknadsandelarna för de företag som är verksamma på en marknad (Black, Hashimzade & Myles 2009). Överfört på diversifiering av fastighetsbestånd kan måttet beskriva graden av ett företags diversifiering respektive renodling, se ekvation 6.

$$HI = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad \text{Ekv. 6}$$

2.6 Kapitalstruktur

2.6.1 Ekonomisk hävstång

Den ekonomiska hävstången definieras som det totala värdet av den underliggande tillgången dividerat med det egna kapitalet, se ekvation 7.

$$LR = \frac{(L + E)}{E} = \frac{V}{E}, \text{ där } L \text{ är lånat kapital} \quad \text{Ekv. 7}$$

Istället för att endast använda eget kapital för en investering, kan en investerare öka sin potentiella avkastning genom att låna kapital. Om t.ex. den egna investeringen är 4 Mkr och det lånade kapitalet 6 Mkr fås en hävstång på 2,5. Detta möjliggör för investeraren att "äga" eller kontrollera en tillgång som är 2,5 gånger större än investeringen och på så vis generera större vinst för varje investerad krona (Geltner & Miller 2014 s.249).

2.6.2 Belåningsgrad

Belåningsgrad uttrycks som det lånade kapitalet genom den underliggande tillgången. Hävstången förhåller sig positivt till belåningsgraden men ej linjärt, se ekvation 8.

$$LTV = \frac{L}{V} \quad \text{Ekv. 8}$$

En belåningsgrad på 0,5 ger en hävstång på 2 medan en belåningsgrad på 0,75 ger en hävstång på 4. Att öka belåningsgraden med en faktor på 1,5 i detta fall innebär en ökning av hävstången med 2. Att behålla en hög belåningsgrad leder alltså till en högre avkastning (Geltner & Miller 2014 s.249).

2.7 Opportunism

Opportunism är en strategi som innebär att skapa värde genom transaktioner, d.v.s. Köpa fastigheter i syfte att utveckla och sedan sälja vidare för ett högre pris. I denna rapport mäts opportunism i årlig transaktionsintensitet som bygger på ett företags transaktionsvolym och fastighetsvärde.

Transaktionsvolymen för ett företag beskriver hur mycket fastigheter som köpts och sålts under ett år. Utifrån ett bolags totala fastighetsbestånd och transaktionsvolym upprättades ett nyckeltal, så kallat transaktionsintensitet. Nyckeltalet beskriver förhållandet mellan transaktionsvolym och fastighetsbestånd för ett företag, se ekvation 9.

$$TI = \frac{Tv}{F} \quad \text{Ekv. 9}$$

2.8 Regressionsanalys

En regressionsanalys syfte är att med en given grupp av variabler (x_1, x_2, \dots, x_n) förklara värdet av en variabel y d.v.s. bestämma sambandet mellan dessa. Variabeln y som skall förklaras av modellen kallas beroende variabel medan (x_1, x_2, \dots, x_n) benämns som de oberoende variablerna. Genom att samla in data för dessa variabler kan en linjär funktion bestämmas och slutligen kan en modell skapas, där y kan beräknas av givna värden på x , se ekvation 10 (Fahrmeir et al, ss. 21-22).

$$y = \beta_0 + \beta x + \varepsilon, \text{ där } \beta \text{ är koefficienten och } \varepsilon \text{ är felmarginalen} \quad \text{Ekv. 10}$$

Felmarginalen uttrycks som standardavvikelse från regressionslinjen, d.v.s. den genomsnittliga avvikelsen från linjen, för alla observationer.

De oberoende variablerna x kan definieras på flertalet sätt beroende på vad som fungerar bäst för den aktuella regressionsmodellen. Bland annat kan dessa bestämmas som binära tal, så kallade dummyvariabler. Detta kan användas när en numerisk skala har svårt att beskriva den förklarande variabeln y (Fahrmeir et al., ss. 33-35).

Ponera att en undersökning vill förklara hur stor inverkan en fastighets försäljningspris beror av att den säljs i Sverige. Att använda en numerisk variabel i detta fall innebär att en variabel måste skapas för varje land som ingår i urvalet. Istället kan en binär variabel användas som förklarar hur mycket priset påverkas av att fastigheten ligger i Sverige. Sverige tilldelas värdet ett och resterande länder tilldelas värdet noll. Således fås en koefficient som förklarar värdet för att en fastighet är belägen i Sverige. Fördelen med binära variabler är att antalet variabler i analysen minskar vilket bidrar till mindre risk för samkorrelation (Fahrmeir et al., ss. 33-35.).

3 Metod

Arbetet består av en kvantitativ och en kvalitativ analys. Den kvantitativa analysen består av två studier och bygger på den teoretiska referensramen i kapitel 2. Den teoretiska delen syftar till skapa förståelse för hur fastighets- och aktiemarknaden har sett ut historiskt och hur den fungerar idag. Teorin förklarar även de finansiella modeller och fastighetsanknutna strategier som används i arbetet.

Den kvantitativa studien som genomförts utgår från börsnoterade bolag på den svenska fastighetsmarknaden. Med hjälp av nyckeltal och börsvärden från den valda perioden genomfördes en regressionsanalys för att undersöka hur dessa strategier korrelerar med fastighetsbolags börsutveckling. Utöver detta genomfördes en portföljvalsanalys för att avgöra hur en optimal portfölj, under perioden 2007-2015, skall se ut med underliggande tillgångar i obligationer, aktier och fastigheter.

Med den kvantitativa analysen som grund utfördes en kvalitativ analys. Denna bestod av intervjuer av företagsrepresentanter för några av de företag som ingick i den kvantitativa analysen. Frågorna i intervjumaterialet baserades på resultaten från den kvantitativa analysen. Utöver detta undersöktes ifall bolagen hade ytterligare strategier än de som undersökts, samt vad de upplevde var de största faktorerna kring deras börsutveckling.

3.1 Litteratursökning

Arbetet inleddes med en grundlig litteraturstudie inom ämnesområdet för att skapa en bred uppfattning inom forskningen. Flertalet artiklar och examensarbeten inom området har undersökts för att kunna ta reda på hur detta arbete kan bidra till forskningen. Litteraturen bestod framförallt av tidigare forskning, examensarbeten, vetenskapliga artiklar, böcker och Internetkällor. Litteraturen samlades in genom lån på universitetsbiblioteket i Lund, sökningar på LUB search och webbsidor. Sökord har använts på såväl svenska som engelska och vanliga sökord har varit: Fastighet, diversifiering, ekonomi, portföljvalsanalys, renodling, transaktion, strategi, investeringsstrategi, korrelation.

3.2 Urval och selektion

Examensarbetet innefattar information från årsredovisningar från 14 börsnoterade fastighetsbolag samt börsdata under perioden 2007-12-06 t.o.m. 2015-10-30. Den specifika perioden valdes eftersom urvalet då blev stort med en tillräckligt lång period. Ett flertal bolag i analysen hade inte existerat om en längre period hade valts.

Bolagens redovisningsstandard var mer konsekvent från och med 2005 i och med nya krav på redovisning. Detta gjorde att datan från de olika bolagens årsredovisningar blev mer jämförbar.

Urvalet baserades på de börsnoterade fastighetsbolag på OMX Stockholm som hade tillgänglig börsdata under hela perioden. För att kunna genomföra den kvalitativa analysen genomfördes intervjuer av fem fastighetsbolag. Bolagen valdes specifikt ut

så att de skulle representera olika strategier samt representera urvalet för de 14 bolagen. Årsredovisningarna gäller åren 2007-2014. 2015 års årsredovisningar finns inte med av förklarliga skäl då datainsamlingen påbörjades i november 2015.

3.3 Datainsamling

Datainsamlingen inför de kvantitativa analyserna bestod av flera olika källor. Fastighetsbolagens strategier hämtades från respektive bolags hemsidor där årsredovisningarna finns tillgängliga. Årsredovisningar användes då de är tillförlitliga källor och det finns mycket information att hämta.

Fastighetsaktiernas utveckling hämtades från Nasdaq OMX Nordic (2015) där historiska aktiekurser finns tillgängliga. Då data från aktierna ej är justerade för utdelningar justerades detta manuellt. Utdelningarna samt utdelningsdagar fanns tillgängliga hos Avanza Bank AB (2015) för varje bolag.

Data inför portföljvalsanalysen utgick ifrån fyra olika källor; Utvecklingar på fastighetsaktier, Generalindex för Stockholmsbörsen, Generalindex för obligationer på Stockholmsbörsen samt den 10-åriga statsobligationsräntan.

Generalindex för Stockholmsbörsen valdes som indexet: OMX Stockholm GI och hämtades från Nasdaq OMX Nordic (2015). Utvecklingen för fastighetsaktierna återanvändes enligt ovan.

Den tio-åriga statsobligationsräntan, vilken användes som referensränta för den riskfria räntan hämtades från Sveriges Riksbank (2016).

Generalindex för obligationer valdes som OMRX Total Bond Index då detta index tar hänsyn till alla Obligationer på Stockholmsbörsen. Data för indexet hämtades från Nasdaq OMX Nordic (2016).

Den kvalitativa datainsamlingen utfördes genom intervjuer av representanter från fem olika fastighetsbolag.

3.4 Analys av bolagsstrategier

För att kunna svara på vilka strategier bolag använder sig av användes den teoretiska delen av arbetet. Den insamlade teorin ledde fram till fyra strategier som bör förklara ett fastighetsbolags börsutveckling. Strategierna valdes då de var specifika för fastighetsbolag och viktiga delar i deras verksamhet. Dessa strategier var även mätbara och det var möjligt att samla in data.

Informationen bearbetades därefter med hjälp av en regressionsanalys och en korrelationsanalys. I detta avsnitt beskrivs de fyra strategierna och hur dessa definierades.

3.4.1 Geografisk diversifiering respektive fokusering

Undersökningar som nämnts i teoridelen har visat att det ska vara möjligt att diversifiera sig genom att äga en portfölj vars fastigheter är belägna i olika regioner. Härledningen kommer ifrån att det är tillräckligt låga korrelationer regionerna emellan. Det har även visat sig att renodlade strategier kan vara lönsamt och därför är det intressant att undersöka strategin vidare.

Majoriteten av tidigare studier har indelat och grupperat företag efter geografiska regioner, alternativt är att göra som Seiler, Webb & Meyer (1999) och dela upp efter ekonomiska regioner. Av hanterbara och tidsmässiga skäl baseras indelningen på geografiska regioner i arbetet. Den geografiska indelningen valdes till att innefatta fyra olika regioner; Göteborg, Stockholm, Öresund och Övriga Sverige. Detta var även den vanligaste indelningen bland de studerade fastighetsbolagens årsredovisningar

Genom att analysera de valda fastighetsbolagens årsredovisningar 2007-2014 kunde den geografiska allokeringen bestämmas. Andelen fastigheter i varje region baserades på hyresvärde per region vilket är det mest representativa nyckeltalet. Alternativt kunde datan baserats på yta men enheten blir missvisande då olika fastighetstyper har stor varians i hyra/kvm.

De analyserade bolagen klassificerades som geografiskt renodlade eller geografiskt diversifierade. Klassificeringen gjordes med hjälp av Herfindahls formel. Syftet var att skapa dummyvariabler där ett bolag antingen var diversifierat eller renodlat. Dummyvariabler skapades för att tydligt kunna analysera och tolka resultaten i en regressionsanalys. Alternativt kunde en kontinuerlig variabel valts men ger en mer avancerad tolkning.

Krav för Fokusering: > 50 % koncentration med Herfindahls formel, se ekvation 6. I vissa gränsfall krävs djupare analys för att klassificera.

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad \text{Ekv. 6}$$

$$HHI = \text{Öresund}^2 + \text{Göteborg}^2 + \text{Stockholm}^2 + \text{Övrigt}^2$$

Graden av renodling har sedan illustrerats i ett diagram som är inspirerat från Leimdörfer (1997).

3.4.2 Diversifiering respektive renodling av fastighetstyp

Indelningen av kategorier fastighetstyper valdes utifrån litteraturstudierna till att innefatta sex olika typer; Bostäder, Industri/lager, handel, kontor, vård och övrigt. Detta var den indelning som var vanligast och även mest effektiv bland tidigare undersökningar. Indelningen var även vanlig bland de analyserade bolagen och därför var det ett naturligt val.

Genom att analysera de valda fastighetsbolagens årsredovisningar 2007-2014 kunde andelen fastighetstyp av varje kategori bestämmas. Andelen fastighet i varje kategori

baserades på hyresvärde per fastighetstyp vilket är det mest representativa nyckeltalet. Alternativt kunde datan baserats på yta men enheten blir missvisande då olika fastighetstyper har stor varians i hyra/kvm.

De analyserade bolagen klassificerades sedan som renodlade eller diversifierade mot fastighetstyp.

Krav för Fokusering: > 50 % koncentration med Herfindahls formel, se ekvation 6. I vissa gränfall krävs djupare analys för att klassificera.

$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad \text{Ekv. 6}$$

$$HHI = Bostäder^2 + Industri/lager^2 + Kontor^2 + Handel^2 + Övrigt^2$$

Graden av renodling har sedan illustrerats i ett diagram som är inspirerat från Leimdörfer (1997).

3.4.3 Kapitalstruktur

För att kunna bestämma belåningsgraden för perioden 2007-2015 hämtades information kring det totala respektive det egna kapitalet. Med hjälp av dessa kunde belåningsgraden för företaget beräknas. Belåningsgraden bestämdes som ett genomsnitt för hela perioden.

Som nämnts tidigare leder en hög belåningsgrad till en högre hävstångseffekt, se hävstångsformel i ekvation 7. Alltså bör ett bolag med hög belåningsgrad göra en större vinst.

$$LR = \frac{(L + E)}{E} = \frac{V}{E}, \text{ där } L \text{ är lånat kapital} \quad \text{Ekv. 7}$$

3.4.4 Opportunism

Genom att ta fram fastighets-köp och -försäljningar från 2007-2014 per år kunde den genomsnittliga transaktionsvolymen för perioden bestämmas. Fastighetsbeståndet beräknades som genomsnittet över perioden. De olika fastighetsbolagens fastighetsbestånd hade stor varians och att jämföra endast transaktionsvolymen vore missvisande. För att rättvist kunna jämföra fastighetsbolagen oavsett fastighetsbeståndets storlek, användes nyckeltalet transaktionsintensitet, se ekvation 9.

$$TI = \frac{TV}{F} \quad \text{Ekv. 9}$$

3.4.5 Genomförande av analys

Med hjälp av insamlad börsdata för de olika fastighetsbolagen beräknades veckoavkastning för hela perioden 2007-2015. Genomsnittet för börsutvecklingen beräknades sedan för hela perioden, se ekvation 2.

$$r_t = (CF_t + V_t - V_{t-1})/V_{t-1} \quad \text{Ekv. 2}$$

Utefter de fyra strategierna och börsutvecklingen upprättades en korrelationsmatris samt en multipel regression. Där fungerade de fyra strategierna som oberoende variabler och börsutveckling som den beroende variabeln, se ekvation 10.

$$y_{\text{Börsutveckling}} = \beta_0 + \beta x_{\text{geo}} + \beta x_{\text{Typ}} + \beta x_{\text{Län}} + \beta x_{\text{Ti}} + \varepsilon, \quad \text{Ekv. 10}$$

Regressionsanalysen utfördes i Microsoft Excel med hjälp av Data Analysis Tool. Genom att använda funktionen Regression kunde en linje och en matris skapas för att representera datan. För att avgöra hur väl den anpassade linjen följde urvalet erhålls en variabel R^2 som jämför hur de uppskattade och verkliga y -värdena stämmer överens. En R^2 -koefficient på siffran 1,0 innebär att den uppskattade linjen representerar urvalet perfekt. En koefficient på 0,0 medför att en regressionsanalys inte kan användas för att förutsäga ett värde på y (Microsoft Office 2016-01-28).

Vid en statistisk analys finns det alltid en risk för att det valda urvalet inte representerar verkligheten. Därför används ett konfidensintervall som bestämmer med hur stor sannolikhet verkligheten befinner sig inom modellen d.v.s. det beskriver en regressionsmodellens osäkerhet. I denna undersökning användes det standardiserade konfidensintervallet på 95 %. Undersökningen kompletterades även med ett konfidensintervall på 90 %. (Vännman 2002, ss. 195-196.).

3.5 Portföljvalsanalys

För att utreda utformningen av en optimal portfölj under perioden 2007-2015 innehållande aktier, obligationer och fastigheter genomfördes en portföljvalsanalys. Den genomsnittliga börsutvecklingen för de 14 fastighetsbolag i studien fick representera utvecklingen för fastighetsaktier i portföljen.

Då portföljvalsanalysen baseras på svenska tillgångar till följd av avgränsningen i arbetet består aktierna i portföljen av ett generalindex över den svenska Stockholmsbörsen.

Obligationerna i portföljen representeras av OMRX Total Bond Index.

Med hjälp av data från de olika tillgångsklasserna beräknades avkastning under perioden för respektive tillgångsklass, d.v.s. obligationer, fastigheter och aktier, se ekvation 2.

$$r_t = (CF_t + V_t - V_{t-1})/V_{t-1} \quad \text{Ekv. 2}$$

Utöver detta bestämdes volatilitet samt kovarians på årsbasis för de olika tillgångsklasserna (Geltner 2014 ss. 186, 518, 519).

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - v)^2}{n}}$$

där σ är standardavvikelsen och volatilitet är σ uträknad på årsbasis.

$$Cov_{x,y} = (x - v) \cdot (y - z)$$

där x, y är medelvärde av två dataserier och v, z är observerat värde

Efter att kovarians, volatilitet och avkastning beräknats användes Excel-funktionen Solver (Microsoft Excel 2016), för att beräkna de optimala portföljerna, d.v.s. de portföljer som innebär låg volatilitet i förhållande till hög avkastning.

Solver är en funktion i Microsoft Excel som ger möjlighet att minimera en cell genom att justera ett antal andra celler. På detta vis justerades avkastningen och vikterna av de olika tillgångsklasserna i portföljerna för att ge så låg volatilitet till så hög avkastning som möjligt (Microsoft Excel 2016). De viktade portföljerna ritades sedan ut för att skapa den optimala fronten.

För att bestämma den supereffektiva portföljen som ligger på den optimala fronten användes Solver. Med hjälp av den riskfria räntan och årsavkastningarna för respektive tillgångar maximerades Sharpekvoten, se ekvation 4.

$$\text{Sharpekvoten } P = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad \text{Ekv. 4}$$

Genom denna beräkning erhålls den portfölj med högst avkastning i förhållande till volatilitet. Med hjälp av den supereffektiva portföljen och den riskfria räntan ritades CML ut vilket representerar en portfölj med olika vikter av den supereffektiva portföljen och den riskfria räntan.

3.6 Kvalitativ analys

Den kvalitativa analysen består av intervjuer med svenska börsnoterade fastighetsbolag. Syftet med intervjuerna är att undersöka hur företag förhåller sig till de definierade strategierna som används i den kvantitativa analysen. Utöver detta bidrar analysen till att skapa en bild av vad företagen anser vara de viktigaste faktorerna till deras börsutveckling.

Fem intervjuer genomfördes med följande svenska börsnoterade fastighetsbolag: Corem, Klövern, Kungsleden, Hufvudstaden och Wihlborgs. Valet av företag gjordes på grund av att de representerar olika strategier.

Intervjupersonerna på företagen hade tjänsterna transaktionschef, finanschef eller motsvarande. Dessa personer efterfrågades på grund av deras stora insikt i företagets finansiella verksamheter och ekonomiska strategier. Fyra intervjuer utfördes på respektive företag och en via telefon.

Samtliga intervjuer utgick från ett frågeformulär innefattande frågor kring, strategier, nyckeltal, faktorer kring börsutveckling och värdeutveckling.

Fokus för intervjuerna låg i att jämföra de fyra definierade strategierna i den kvantitativa delen med företagens uppfattning. Utöver detta var det viktigt att företagen fick uttrycka ifall det fanns ytterligare strategier som påverkar börsutvecklingen som inte ingått i analysen.

3.7 Problematik

3.7.1 Gränsdragning

När ett fastighetsbolags klassificerades som diversifierad eller ej uppstod svårigheter. Några fastighetsbolag fick nära 0,5 med Herfindahls index vilket innebar att gränsen blev skarp av huruvida ett bolag var diversifierat eller ej. Ett alternativ som övervägdes var att införa ett neutralt läge men till följd av det begränsade antalet fastighetsbolag valdes en striktare metod med endast två lägen för att kunna göra en bättre tolkning av resultatet. För de bolag som fick värdet omkring 0,5 utfördes en djupare analys av bolaget för att kunna bestämma den mest representativa strategin.

Vid indelning av geografiska regioner och fastighetstyp användes kategorin *övrigt* som var vanlig bland fastighetsbolagens egna indelningar. Det finns dock en problematik kring detta. De bolag som placerar sig utanför regionerna; Göteborg, Stockholm, Öresund, får en större andel i kategorin övrigt och därmed en hög siffra med Herfindahls index. De bolagen har analyserats djupare för att kunna få en mer representativ siffra. För fastighetstyp var problemet försumbart då kategorin övrigt fick mycket låga siffror.

3.7.3 Förändrad bolagsstrategi

Eftersom undersökningen av fastighetsbolagen och deras strategier utfördes under perioden 2007-2014 finns risken att bolagen har ändrat strategi. Ett fåtal bolag hade ändrat strategi gällande geografisk diversifiering respektive fokusering av fastighetstyp. För att kunna definiera dessa bolags strategier utfördes en djupare undersökning över hela perioden. Utöver detta togs hänsyn till hur bolaget i sin årsredovisning definierade sin strategi. Var det fortfarande tvivelaktigt vilken strategi ett företag utgick ifrån valdes deras mest aktuella strategi.

3.7.3 Begränsad marknad

Syftet med undersökningen är att försöka beskriva hur fastighetsaktier påverkas beroende på respektive fastighetsbolags strategi. Det är dock svårt att fånga in hela marknaden i denna typ av undersökning. Först och främst kan analysen endast utföras på publika börsnoterade bolag då de är transparenta och informationen finns tillgänglig. Vidare har inte alla börsnoterade bolag kunnat nyttjas då endast bolag som varit börsnoterade sedan 2007 inkluderats. Undersökningen blir alltså inte heltäckande för alla fastighetsbolag på den svenska aktiemarknaden.

4. Resultat och analys

I detta avsnitt presenteras arbetets kvantitativa och kvalitativa resultat respektive analyser.

4.1 Kvantitativ analys

Den erhållna datan från arbetets teoretiska undersökningar presenteras i detta avsnitt.

Inledningsvis beskrivs och kommenteras resultaten av de i arbetet ingående strategierna. Därefter redovisas fastighetsbolagens avkastningar under perioden samt deras volatilitet på börsutvecklingen. Datat sammanställs i två avsnitt bestående av en korrelationsmatris samt en regressionsanalys.

Avsnittet behandlar även en portföljvalsanalys som beskriver hur en investerare ska placera sitt kapital i en portfölj innehållande fastigheter, obligationer och aktier på stockholmsbörsen.

4.1.1 Geografisk diversifiering

I tabell 3 & 4 redovisas fastighetsbolagens allokeringar för geografiska områden. Redovisningen har valts till att omfatta år 2007 samt år 2014 för att representera hela den analyserade perioden. I tabellerna redovisas även siffrorna för Herfindahls Index vilket är analysens huvudsakliga mått för att beskriva graden av renodling.

Tabell 3 Geografisk indelning 2007

<i>Fastighetsbolag</i>	<i>Sthlm</i>	<i>Gbg</i>	<i>Öresund</i>	<i>Övrigt</i>	<i>HI</i>
<i>Atrium Ljungberg</i>	77%	0%	11%	12%	62%
<i>Balder</i>	43%	43%	9%	5%	38%
<i>Castellum</i>	19%	33%	25%	23%	26%
<i>Catena</i>	36%	25%	22%	17%	27%
<i>Diös</i>	0%	0%	0%	100%	100%
<i>Fabege</i>	100%	0%	0%	0%	100%
<i>FastPartner</i>	82%	3%	0%	15%	70%
<i>Heba</i>	96%	0%	0%	4%	92%
<i>Hufvudstaden</i>	88%	12%	0%	0%	79%
<i>Klövern</i>	32%	4%	0%	64%	51%
<i>Kungsleden</i>	25%	6%	15%	54%	38%
<i>Sagax</i>	44%	19%	0%	37%	37%
<i>Wallenstam</i>	35%	61%	4%	0%	49%
<i>Wihlborgs</i>	0%	0%	100%	0%	100%
<i>Medel</i>	48%	15%	13%	24%	62%

Fastighetsbolagsstrategier på den svenska aktiemarknaden

Tabell 4 Geografisk indelning 2014

<i>Fastighetsbolag</i>	<i>Sthlm</i>	<i>Gbg</i>	<i>Öresund</i>	<i>Övrigt</i>	<i>HI</i>
<i>Atrium Ljungberg</i>	77%	0%	10%	13%	62%
<i>Balder</i>	34%	33%	18%	16%	28%
<i>Castellum</i>	21%	36%	19%	24%	27%
<i>Catena</i>	46%	35%	19%	0%	37%
<i>Diös</i>	0%	0%	0%	100%	100%
<i>Fabege</i>	100%	0%	0%	0%	100%
<i>FastPartner</i>	73%	6%	3%	14%	55%
<i>Heba</i>	100%	0%	0%	0%	100%
<i>Hufvudstaden</i>	50%	50%	0%	0%	50%
<i>Klövern</i>	42%	4%	8%	46%	40%
<i>Kungsleden</i>	28%	21%	17%	34%	27%
<i>Sagax</i>	40%	0%	0%	60%	52%
<i>Wallenstam</i>	30%	68%	2%	0%	55%
<i>Wihlborgs</i>	0%	0%	100%	0%	100%
<i>Medel</i>	45%	18%	15%	24%	59%

Noterbart är att den totala andelen av bolagens samlade fastighetsbestånd har, under perioden, minskat i Stockholm trots att det är där hyrorna har ökat mest. Detta bör ha sin förklaring i att det under perioden har varit ett lågt utbud i Stockholm relativt övriga Sverige. Bolagen har därmed valt att förvärva fastigheter i andra regioner där utbudet är högre. Den procentuella andelen fastighetsbestånd i Stockholm blir på så vis mindre. Den totala andelen i regionerna Göteborg och Öresund har ökat, se tabell 1 & 2.

De bolag som har en hög geografisk koncentration är Wihlborgs, Heba, Fabege och Diös. Siffrorna för Diös kräver en kommentar då bolaget har 100 % av beståndet i kategorin övrigt. Anledningen att bolaget har fått siffran är att majoriteten av deras samlade fastighetsbestånd är beläget i Norrland. Regionen tolkas som en region då de ekonomiska skillnaderna i olika delar av Norrland är små.

Castellum och Balder är de bolag som har den lägsta graden av renodling och är således mest diversifierade.

4.1.2 Diversifiering av fastighetstyp

I tabell 5 & 6 redovisas fastighetsbolagens allokeringar för fastighetstyp. Redovisningen har valts till att omfatta år 2007 samt år 2014 för att representera hela den analyserade perioden. I tabellerna redovisas även siffrorna för Herfindahls Index vilket är analysens huvudsakliga mått för att beskriva graden av renodling.

Fastighetsbolagsstrategier på den svenska aktiemarknaden

Tabell 5 Indelning av fastighetstyp 2007

<i>Fastighetsbolag</i>	<i>Kontor</i>	<i>Handel</i>	<i>Bost.</i>	<i>Industri</i>	<i>Samh.</i>	<i>Övrig</i>	<i>HI</i>
<i>Atrium Ljungberg</i>	34%	52%	4%	0%	0%	10%	40%
<i>Balder</i>	51%	21%	6%	1%	0%	21%	35%
<i>Castellum</i>	50%	17%	1%	30%	0%	3%	36%
<i>Catena</i>	7%	26%	0%	42%	0%	25%	31%
<i>Diös</i>	43%	20%	10%	8%	0%	19%	28%
<i>Fabege</i>	75%	8%	3%	9%	0%	5%	58%
<i>FastPartner</i>	23%	8%	2%	64%	0%	3%	47%
<i>Heba</i>	0%	0%	93%	0%	0%	7%	87%
<i>Hufvudstaden</i>	50%	28%	0%	0%	0%	22%	38%
<i>Klövern</i>	57%	8%	1%	18%	10%	6%	38%
<i>Kungsleden</i>	10%	7%	0%	23%	54%	6%	36%
<i>Sagax</i>	17%	0%	0%	83%	0%	0%	72%
<i>Wallenstam</i>	25%	11%	49%	3%	4%	6%	33%
<i>Wihlborgs</i>	62%	9%	0%	28%	0%	1%	47%
<i>Medel</i>	36%	15%	12%	22%	5%	10%	45%

Tabell 6 Indelning av fastighetstyp 2014

<i>Fastighetsbolag</i>	<i>Kontor</i>	<i>Handel</i>	<i>Bost.</i>	<i>Industri</i>	<i>Samh.</i>	<i>Övrigt</i>	<i>HI</i>
<i>Atrium Ljungberg</i>	37%	50%	3%	0%	0%	10%	40%
<i>Balder</i>	29%	15%	38%	0%	0%	19%	28%
<i>Castellum</i>	49%	16%	0%	31%	0%	4%	36%
<i>Catena</i>	0%	0%	0%	100%	0%	0%	100%
<i>Diös</i>	45%	25%	10%	8%	0%	12%	30%
<i>Fabege</i>	83%	7%	0%	3%	0%	7%	70%
<i>FastPartner</i>	29%	8%	8%	54%	0%	7%	39%
<i>Heba</i>	0%	0%	92%	0%	0%	8%	85%
<i>Hufvudstaden</i>	65%	32%	0%	0%	0%	3%	53%
<i>Klövern</i>	56%	11%	0%	20%	13%	0%	38%
<i>Kungsleden</i>	55%	12%	0%	31%	0%	2%	41%
<i>Sagax</i>	16%	0%	0%	84%	0%	0%	73%
<i>Wallenstam</i>	27%	13%	45%	4%	6%	5%	30%
<i>Wihlborgs</i>	65%	10%	0%	24%	0%	2%	49%
<i>Medel</i>	40%	14%	15%	26%	1%	6%	51%

Tabell 5 & 6 visar en stor skillnad mellan bolagens renodling respektive diversifiering av fastighetstyp. Catena, Fabege, Heba och Sagax har en tydlig strategi mot renodling av fastighetstyp. Företag som Balder, Wallenstam och Diös har däremot en tydlig strategi mot diversifiering av fastighetstyp.

De fastighetstyper som ökat under perioden är kontor, bostäder och industri/lager. Kontor och industri/lager är de fastighetstyper som har ökat mest med 4 % vardera. Skillnaderna är små mellan åren vilket är positivt för analysen av detta arbetets resultat. Eftersom bolagen under perioden behåller sina strategier leder det till en representativ analys.

4.1.3 Klassificering geografi och fastighetstyp:

Utifrån tabell 3 t.o.m. 6 har bolagen klassificerats till antingen diversifierade eller renodlade. Gränsen har i de flesta fall dragits vid 50 % med Herfindahls index. Gränsdragningsfall analyserades djupare.

Diversifierade bolag - geografiskt:

Balder, Castellum, Catena, Klöver, Kungsleden, Sagax.

Renodlade bolag - geografiskt:

Atrium Ljungberg, Diös, Fabege, FastPartner, Heba, Hufvudstaden, Wallenstam, Wihlborgs.

Diversifierade bolag - fastighetstyp:

Balder, Castellum, Diös, FastPartner, Klöver, Kungsleden, Wallenstam.

Renodlade bolag - fastighetstyp:

Atrium Ljungberg, Catena, Fabege, Heba, Hufvudstaden, Sagax, Wihlborgs.

Atrium Ljungberg har ett index på 40 % men har trots detta inte valts som diversifierad då de har en tydlig strategi mot handel. Kategorin omfattar mer än 50 % av fastighetsbeståndet.

I början av perioden bytte Catena sin strategi och klassificeringen bygger på deras nya inriktning som bättre representerar perioden.

Bland de analyserade bolagen finns 6 geografiskt diversifierade, och 8 geografiskt koncentrerade bolag. Det finns 7 bolag som diversifierar sig genom fastighetstyp och 7 som är renodlade mot fastighetstyp. 6 bolag är renodlade både genom fastighetstyp och geografiskt område och 8 bolag är diversifierade genom båda strategierna.

4.1.4 Renodlingsdiagram

I diagram 3 & 4 beskrivs graden av ett bolags geografiska renodling respektive renodling av fastighetstyp. Varje cirkel utgör ett fastighetsbolag och arean på denna representerar storleken på bolagets fastighetsvärde i förhållande till de andra bolagen. Koncentrationen är beräknad med Herfindahls index. Fastighetsbolag som placeras till höger i diagrammet har en hög geografisk renodling i sitt fastighetsbestånd. Bolag som placeras högt upp i diagrammet har en hög renodling av fastighetstyp.

Två diagram presenteras för år 2007 och år 2014 för att beskriva hur bolagen, i diagrammet, allokerar sig i början och slutet av den analyserade perioden. På så sätt kan man se om ett bolag har behållit sin strategi eller ändrat den.

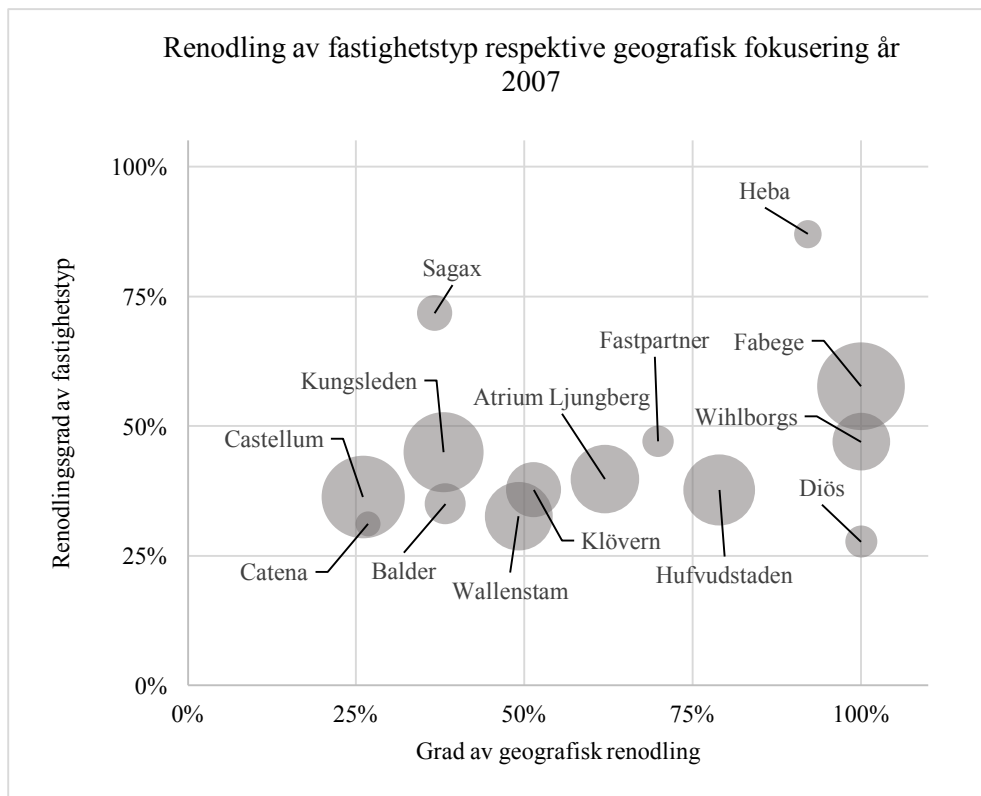


Diagram 3 Renodlingsmatris år 2007

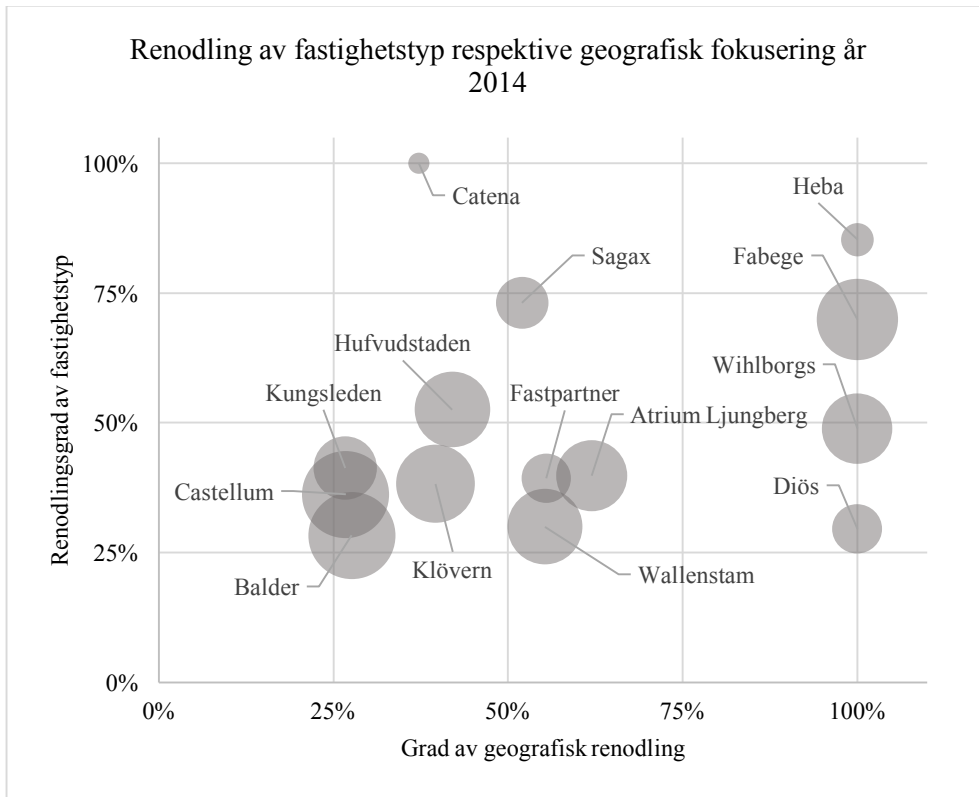


Diagram 4 Renodlingsmatris 2014

Från år 2007 till 2014 har några bolag ändrat strategi. Catena är det bolag som i största grad har ändrat sin strategi. Bolaget har gått från ett mycket diversifierat bestånd avseende fastighetstyp till en ensidig inriktning mot logistikfastigheter.

Den genomsnittliga geografiska renodlingsgraden har minskat med drygt tre procent under perioden, se tabell 7. Genom att titta på diagram 3 & 4 syns att Heba har ändrat till en maximal renodlingsgrad med bostäder i Stockholm. Några bolag har fått en lägre renodling, vilket innebär att skillnaden mellan fokuserade och diversifierade bolag har blivit större. De flesta bolag har med andra ord en tydligare strategi mot antingen diversifiering eller renodling. Det är även något som framgår i fastighetsbolagens årsredovisningar.

Från 2007-2014 visas en högre renodlingsgrad av fastighetstyp, se tabell 7. Catena, Sagax, Hufvudstaden och Fabege är de bolag som har en betydligt högre renodling av fastighetstyp än tidigare. Några bolag har fått en lägre renodlingsgrad, bland annat storbolag så som Castellum och Balder.

Tabell 7 Genomsnittlig renodlingsgrad 2007 & 2014

<i>Renodlingsgrad</i>	<i>HI 2007</i>	<i>HI 2014</i>
<i>Geografisk</i>	62,08%	58,91%
<i>Fastighetstyp</i>	45,25%	50,90%

En analys av diagram 3 & 4 visar alltså tendenser på att skillnaderna mellan bolag som diversifierar respektive bolag som renodlar sig har blivit större för båda strategierna. Detta bör hänföra sig till att bolagen vill visa en tydligare strategi och profil.

I dagens läge finns det alltså en tydligare profil att antingen diversifiera eller renodla. Bolag som Balder, Castellum, Kungsleden och Klöver har enligt siffrorna en tydlig diversifierad strategi för både geografi och fastighetstyp. Bolagen Fabege och Heba har en mycket tydlig renodlad strategi mot såväl fastighetstyp som geografi.

Till skillnad från Leimdörfer (1995) visar denna period en minskning av den geografiska renodlingen på fastighetsbolagsmarknaden. Den intuitiva uppfattningen i fastighetsbranschen har varit att fler fastighetsbolag renodlar och satsar på prioriterade tillväxtorter. Däremot visar siffrorna på en minskning av den totala genomsnittliga geografiska renodlingen av de analyserade bolagen, se tabell 7.

4.1.5 Opportunism

Opportunism är en av de valda strategierna då det finns indikationer på att en del fastighetsbolag har en strategi att skapa värde genom transaktioner. En hög transaktionsvolym i kombination med kloka investeringsbeslut bör kunna leda till en högre avkastning. Transaktionsintensiteten är ett mått som beskriver totala försäljningar samt köp under hela perioden på årsbasis, relativt fastighetsvärdet. I tabell 8 redovisas bolagens fastighetsvärde 2007 och 2014 samt den genomsnittliga transaktionsintensiteten.

Fastighetsbolagsstrategier på den svenska aktiemarknaden

Tabell 8 Transaktionsintensitet

<i>Fastighetsbolag</i>	<i>Transaktions-intensitet</i>	<i>Fastighetsvärde 2007 Mkr</i>	<i>Fastighetsvärde 2014 Mkr</i>	<i>Förvärv Mkr</i>	<i>försäljning Mkr</i>
<i>Atrium Ljungberg</i>	4,4%	18 801	25 008	472	347
<i>Balder</i>	17,8%	6 758	37 382	2 805	532
<i>Castellum</i>	4,3%	27 717	37 599	810	620
<i>Catena</i>	28,5%	2 479	2 194	356	139
<i>Diös</i>	15,5%	4 067	12 200	997	121
<i>Fabege</i>	10,4%	30 800	32 559	212	2 104
<i>Fastpart-</i>	12,9%	3 944	12 046	1 011	45
<i>Heba</i>	4,3%	3 118	5 295	165	42
<i>Hufvudstaden</i>	2,7%	20 500	27 800	693	12
<i>Klövern</i>	12,0%	12 154	30 208	2 090	338
<i>Kungsleden</i>	29,3%	25 737	19 816	3 059	1 491
<i>Sagax</i>	17,0%	5 105	13 428	1 020	132
<i>Wallenstam</i>	8,8%	18 725	28 000	892	1 356
<i>Wihlborgs</i>	6,9%	13 397	24 299	842	270

Det är stor skillnad mellan de olika bolagens fastighetsvärde. Det största bolaget har ett bestånd på drygt 37 Mdkr medan det minsta har ett bestånd på drygt 2 Mdkr år 2014. Alla bolag med undantag för Kungsleden och Catena har ökat sitt fastighetsbestånd under perioden. Balder är det bolag som har haft den största ökningen av sitt fastighetsbestånd med 553 % under perioden.

Transaktionsintensiteten för bolagen är i genomsnitt 12,5 %, den varierar stort mellan de olika bolagen. Atrium Ljungberg har lägst med 4,4 % och Kungsleden högst med 29,3 %. Transaktionsintensiteten kan delvis förklara fastighetsbeståndets utveckling men det måste tilläggas att även prisutvecklingen på fastighetsmarknaden bidrar till det ökade fastighetsvärdet. Prisutvecklingen varierar i olika delar av Sverige och således beror utvecklingen i fastighetsbeståndet av var bolagen har allokerat sitt fastighetsbestånd. De bolag med hög transaktionsintensitet, med undantag för Kungsleden, tenderar att ha en hög utveckling i sitt fastighetsbestånd. De bolag med högst börsutveckling är Balder och Sagax, de har en relativt hög transaktionsintensitet på 17,8 % respektive 17,0 %.

4.1.6 Avkastning och Volatilitet

I detta avsnitt beskrivs bolagens avkastningar och volatilitet under den analyserade perioden. Nyckeltalen för varje bolag presenteras i tabell 9.

Fastighetsbolagsstrategier på den svenska aktiemarknaden

Tabell 9 Avkastning och volatilitet under perioden

<i>Företag</i>	<i>Periodens avkastning</i>	<i>Genomsnittlig avkastning</i>	<i>volatilitet årsbasis</i>
<i>Atrium Ljungberg</i>	118%	15%	27%
<i>Balder</i>	1110%	37%	29%
<i>Castellum</i>	118%	16%	25%
<i>Catena</i>	92%	15%	32%
<i>Diös</i>	203%	16%	22%
<i>Fabege</i>	119%	18%	32%
<i>FastPartner</i>	318%	25%	24%
<i>Heba</i>	78%	9%	14%
<i>Hufvudstaden</i>	116%	12%	21%
<i>Klövern</i>	77%	11%	29%
<i>Kungsleden</i>	16%	9%	34%
<i>Sagax</i>	945%	35%	29%
<i>Wallenstam</i>	330%	24%	26%
<i>Wihlborgs</i>	232%	21%	24%
<i>Medel</i>	277%	19 %	26%

Den genomsnittliga totala avkastningen för perioden för alla bolag är 277 %, den årliga genomsnittliga avkastningen är 19 % och den årliga genomsnittliga volatiliteten är 26 %, se tabell 8. De bolag med särklass högst avkastning är Balder och Sagax. Balder är ett diversifierat bolag både gällande fastighetstyp och region. De har även en relativt hög belåningsgrad på 67 %, se tabell 11. Vilket enligt korrelationsanalysen leder till en högre avkastning, se tabell 10.

Det företag som har lägst utveckling under perioden är Kungsleden, de har även haft en relativt hög volatilitet på sin aktie. Bolaget har under perioden haft en mycket hög transaktionsintensitet vilket bör förklara den höga volatiliteten enligt ovan.

Det mest anmärkningsvärda i tabellen är att avkastningarna skiljer sig mycket under perioden, trots att den underliggande tillgången är densamma. Detta motiverar till att det finns strategier som gör att bolagen lyckas bättre eller sämre. Under 7-års perioden är den lägsta noteringen 16 % och den högsta 1 110 %.

4.1.7 Korrelationsanalys

I avsnittet redovisas och kommenteras resultaten från den genomförda korrelationsanalysen, se tabell 10.

Tabell 10 Korrelationsmodell Strategier & börsutveckling

<i>Klassificering</i>	<i>Geo diversifi.</i>	<i>Typ diversifi.</i>	<i>Transaktionsvolym</i>	<i>Fastighetsvärde</i>	<i>Belåningsgrad</i>	<i>Genoms. avkastning</i>
<i>Geo diversifierade</i>	1,000					
<i>Typ diversifierade</i>	0,289	1,000				
<i>Transaktionsvolym</i>	0,441	0,576	1,000			
<i>Fastighetsvärde</i>	0,014	0,193	0,442	1,000		
<i>Belåningsgrad</i>	0,399	0,446	0,389	-0,057	1,000	
<i>Avkastning</i>	0,177	0,122	0,138	-0,067	0,431	1,000
<i>Volatilitet</i>	0,575	0,115	0,629	0,255	0,573	0,206

Korrelationsmatrisen beskriver hur de olika strategierna beror av varandra samt den huvudsakliga frågan -hur börsutvecklingen beror av dessa. Den genomsnittliga avkastningen har inte tillräckligt hög korrelation med någon av strategierna för att kunna säga att dessa tydligt korrelerar. Däremot har belåningsgraden en positiv korrelation med börsutvecklingen på 0,431. Detta är väntat eftersom en högre hävstång ger en högre avkastning på eget kapital. Det är även intressant att titta på korrelationen mellan diversifiering av fastighetstyp och transaktionsvolym där korrelationen är 0,58. Detta bör indikera på att de bolag som vill diversifiera sig väljer eller tvingas utföra fler transaktioner för att behålla sin strategi. Alternativt att bolagen med hög transaktionsintensitet tvingas köpa fastigheter i olika regioner till följd av lågt utbud i exempelvis Stockholm.

Volatiliteten korrelerar positivt med flertalet strategier så som geografisk diversifiering, transaktionsvolym och belåningsgrad. Den geografiska diversifieringen bör enligt teorin inte ha en positiv korrelation med volatiliteten eftersom diversifiering leder till lägre risk. Volatiliteten kan dock vara missvisande eftersom den kan bero på konjunkturen eller turbulens inom bolaget.

Belåningsgraden och transaktionsvolymen stämmer överens med teorin. En högre belåningsgrad leder till högre risk eftersom hävstången är större, d.v.s. de negativa effekterna vid t.ex. höjd ränta blir större. Bakom varje transaktion finns alltid en risk då det är omöjligt att känna till alla påverkande faktorer på marknaden vilket bör leda till högre volatilitet.

4.1.8 Regressionsanalys

I tabell 11 redovisas indata för den utförda regressionsanalysen. I tabell 12 redovisas utdata.

Tabell 11 Indata regressionsanalys

<i>Fastighetsbolag</i>	<i>Geo diversifi.</i>	<i>Typ diversifi.</i>	<i>Transaktionsvol.Mkr</i>	<i>Fastighetsvärde Mkr</i>	<i>Belåningsgrad</i>	<i>Tot börsutveckling</i>
<i>Atrium Lj.</i>	0	0	819	21 613	58%	118%
<i>Balder</i>	1	1	3 337	18 231	67%	1 110%
<i>Castellum</i>	1	1	1 430	32 933	65%	118%
<i>Catena</i>	1	0	495	1 803	65%	92%
<i>Diös</i>	0	1	1 118	8 067	74%	203%
<i>Fabege</i>	0	0	2 316	27 832	64%	119%
<i>Fastpart.</i>	0	1	1 056	6 099	70%	318%
<i>Heba</i>	0	0	207	4 022	43%	78%
<i>Hufvudsta.</i>	0	0	706	22 103	43%	116%
<i>Klövern</i>	1	1	2 428	17 668	69%	77%
<i>Kungsleden</i>	1	1	4 550	21 188	69%	16%
<i>Sagax</i>	1	0	1 152	8 467	73%	945%
<i>Wallenstam</i>	0	1	2 248	24 125	61%	330%
<i>Wihlborgs</i>	0	0	1 112	17 865	70%	232%

Tabell 12 Utdata regressionsanalys

<i>Multipel-R</i>	0,412
<i>R²</i>	0,170
<i>Justerad R²</i>	- 0,349
<i>Standardfel</i>	3,861
<i>Observationer</i>	14

I tabell 12 framgår att R² är 17 %, vilket innebär att modellen endast kan förklara 17 % av observationerna. Den utförda regressionsanalysen kan därmed inte förklara

börsutvecklingen. Det går alltså inte att anpassa en linje och förutsäga börsutvecklingen utefter en vald kombination av de olika strategierna. Detta kan innebära att modellen inte har fångat upp alla de strategier som påverkar börsvärdet, eller att marknaden är perfekt. I det första fallet finns det alltså någon dold strategi som inte ingår i undersökningen, vilket gör att de valda strategierna försöker förklara en effekt som inte beror av dessa. Detta i sin tur skapar fel och osäkerhet i modellen. Strategierna i detta arbete utgår främst ifrån ett fastighetsperspektiv vilket kan innebära att andra aktiebolagsstrategier inte finns med i undersökningen. Detta skulle kunna vara marknadsföring, utdelning och interna strategier som är svåra att mäta.

Det andra alternativet innebär att marknaden redan utnyttjar dessa strategier till fullo och så effektivt att det inte med hjälp av dessa går att skapa en större börsutveckling.

Om de bolag som är mycket högavkastande så som Sagax och Balder tas bort ur urvalet erhålls en högre förklaringsgrad och regressionsanalysen blir på följande vis.

Tabell 13 Utdata regressionsanalys- bolag exkluderade

<i>Multipel-R</i>	0,771
<i>R-kvadrat</i>	0,594
<i>Justerad R-kvadrat</i>	0,256
<i>Standardfel</i>	0,054
<i>Observationer</i>	12

Tabell 14 Utdata regressionsanalys- bolag exkluderade

	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfel</i>	<i>t-kvot</i>	<i>p-värde</i>
<i>Konstant</i>	- 0,054	0,124	- 0,433	0,680
<i>Geo diversifierade</i>	- 0,074	0,038	- 1,980	0,0951
<i>Typ diversifierade</i>	0,026	0,041	0,641	0,545
<i>Transaktionsvolym</i>	- 1,9E-05	1,96E-05	- 0,954	0,377
<i>Fastighetsvärde Mkr</i>	1,6E-06	1,91E-06	0,838	0,434
<i>Belåningsgrad</i>	0,384	0,206	1,861	0,112

I tabell 14 syns att förklaringsgraden är 59 % vilket innebär att modellen förklarar 59 % av alla observationer. Denna förklaringsgrad är relativt hög och det kan dras slutsatser kring de olika strategierna.

Geografisk diversifiering är den strategi som förklaras bäst och har det lägsta p-värdet. Dock ligger det inte inom konfidensintervallet på 95 % vilket innebär att det

ej med säkerhet går att säga att det stämmer. Ifall ett konfidensintervall på 90 % väljs kan modellen med säkerhet säga att ett bolag som diversifierar sig geografiskt får en årlig avkastning som är 7,4 % lägre än de som renodlar sig. Denna slutsats kan dras eftersom p-värdet om 9,5 % ligger inom 90 % intervallet. Även belåningsgraden är intressant att titta på. Trots att den inte ligger inom 90 % intervallet så ligger den nära gränsen. En ökad belåningsgrad bör alltså leda till en högre börsutveckling. De övriga strategierna har för låg signifikans för att kunna säga ifall de påverkar börsutvecklingen.

4.1.9 Portföljvalsanalys

Portföljvalsanalysens syfte är att utreda vilken portfölj en investerare skulle ha hållit under perioden 2007-2015 med hänsyn till den moderna portföljvalsteorin. Det är alltså den portfölj med högst Sharpekvot som söks.

I diagram 5 redovisas den optimala fronten som med hjälp av CML skapar den supereffektiva portföljen.

Tabell 15 Årlig avkastning och standardavvikelse - tillgångsklasser

	Fastigheter	OMX	Obligation	Rf
Årlig avkastning	20,3%	11,4%	4,8%	2,4%
Standardavvikelse	21,5%	20,6%	2,1%	

Portföljen utgörs av tre tillgångsklasser. Fastigheter, Aktier och obligationer. Den årliga avkastningen respektive standardavvikelse för tillgångsklasserna syns i tabell 15, uttryckt som genomsnitt över perioden per år. Fastighetstillgångsklassen beskriver den genomsnittliga börsutvecklingen för alla svenska börsnoterade bolag i undersökningen. Aktieindex utgår från OMX Stockholms generalindex för aktier och obligationsindex utgår från OMRX Total Bond Index. Den riskfria räntan är vald utefter en tioårig statsobligation eftersom denna tillgång i princip saknar risk. Fastigheter är den tillgång som gått starkast under perioden med en avkastning på 20,3 %. Tillgången har också högst risk med en standardavvikelse på 21,5 %. Det syns tydligt att obligationer är en tillgångsklass med stabil avkastning och låg risk. Där standardavvikelsen endast är 2,1 % med en avkastning på 4,8 %.

Fastighetsbolagsstrategier på den svenska aktiemarknaden

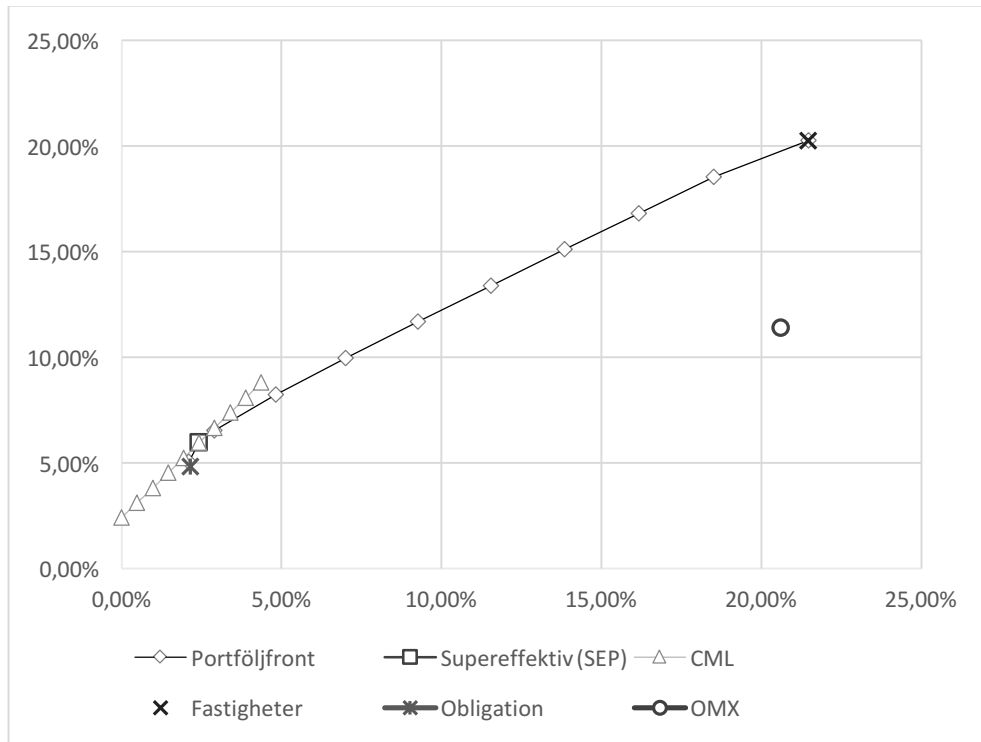


Diagram 5 Effektiva fronten, Capital Market Line

För att finna den supereffektiva portföljen (SEP), d.v.s. den portfölj där högst avkastning uppnås med minsta möjliga risk i förhållande till den riskfria räntan ritas CML (Capital Market Line) ut, se diagram 5. X-axeln är uttryckt som standardavvikelse och y-axeln som avkastning. CML utgår från den riskfria räntan och där den tangerar optimala portföljfronten finns den supereffektiva portföljen. Denna portfölj är alltså det optimala sättet att placera i givna tillgångar under perioden, se tabell 16.

Tabell 16 Utdata optimal portföljvalsanalys

Portfölj	Supereffektiv (SEP)
Sharpekvot	1,5
Andel fastigheter	6%
Andel OMX Stockholm	3%
Andel obligation	91%
Avkastning	6,0%
Standardavvikelse	2,4%

Den supereffektiva portföljen är den portfölj på den optimala fronten där Sharpekvoten är högst. Sharpekvoten är 1,5 för SEP vilket är högst av de portföljer som ligger på den optimala fronten. Alltså där den givna avkastningen uppnås till

lägsta risk. Eftersom obligationers förhållande till risk är väldigt låg i jämförelse med aktier och fastigheter kommer SEP innehålla en stor del av dessa.

Avkastningen för portföljen är 6 % och standardavvikelsen 2,4 %. Portföljen innehåller 6 % fastigheter, 3 % aktier och 91 % obligationer. Resultatet från den supereffektiva portföljen kan jämföras med Leimdörfer (2014). Där är fördelningen i portföljen 50 % obligationer, 38 % aktier, 8 % fastigheter och 4 % övrigt. I Leimdörfers studie har obligationer högre risk och lägre avkastning, därav en mindre andel av denna tillgångsklass i deras portfölj. För aktier gäller samma resonemang. Deras avkastning på tillgångsklasser skiljer sig åt eftersom deras val av period är 1984-2013, vilket avspeglas i deras portfölj.

I detta arbete har obligationer och fastigheter en markant större vikt i portföljen. Detta beror på att obligationer har hög avkastning i förhållande till risk under den valda perioden. Förhållandet mellan risk och avkastning för obligationer i denna studie är 0,44. För fastigheter är förhållandet ca 1,0 och för aktier ca 2,0. Detta är den underliggande förklaringen till varför portföljen utgörs av så stor del obligationer. Fastigheters och aktiers avkastning och risk är flera gånger högre än obligationer. Genom att investera en stor del i obligationer minimeras risken samtidigt som en liten del fastigheter och aktier skapar möjlighet till diversifiering av högavkastande tillgångsklasser.

Förutsättningarna för portföljen är att det går att låna oändligt med kapital till den riskfria räntan vilket inte är en verklighet för alla investerare. Därför bör sådana investerare välja en portfölj på den optimala fronten med högre avkastning och högre risk. Denna portfölj innehåller en högre andel fastigheter och aktier. I Tabell 17 ges ett exempel på en mer högavkastande portfölj på den optimala fronten. Denna valdes då den gav en sharpekvot på 1.0.

Tabell 17 Utdata högavkastande portfölj

<i>Portfölj</i>	<i>Högavkastande Portfölj</i>
<i>Sharpekvot</i>	1,0
<i>Andel fastigheter</i>	39%
<i>Andel OMX Stockholm</i>	12%
<i>Andel obligation</i>	49%
<i>Avkastning</i>	11,7%
<i>Standardavvikelse</i>	9,3%

4.2 Kvalitativ analys - Intervjuer

I detta avsnitt beskrivs svaren på frågorna som ställdes vid fyra olika intervjuer av fastighetsbolag, se intervjufrågor bilaga 1. Varje intervju har sammanställts i en sammanfattning för varje fastighetsbolag, se bilaga 2-5. Nedan beskrivs svaren på frågorna.

4.2.1 Diversifiering respektive fokusering av geografisk region

Det blir vanligare bland fastighetsbolag att renodla sig mot prioriterade orter. Det viktigaste är att det finns en god tillväxt och värdeutveckling i de orter där företagen befinner sig. Därför har Stockholm varit en självklar ort bland de flesta bolagen. En stor anledningen till renodling är att bolagen kan vara nära sina kunder och utföra en effektivare förvaltning.

Det är en trend att bilda kluster och på så sätt få större marknadsandelar på delmarknader. Bolagen kan då, till viss mån, styra utvecklingen av hyror och utformningen av det specifika området. Det blir även enklare att behålla befintliga hyresgäster som vill expandera. Flera bolag har kluster i sina bestånd, Kungsleden har exempelvis en uttalad strategi att bilda kluster.

Några företag ser det dock som positivt att finnas på flera olika geografiska platser då det minskar risken, genom ett jämnare flöde av hyresintäkter. Detta härleds ur att hyrorna i exempelvis Stockholm har en högre volatilitet än hyrorna i Malmö. Bolagen kan alltså diversifiera sig genom att äga fastigheter i flera olika regioner.

4.2.2 Diversifiering respektive fokusering av fastighetstyp

Bland företagen syns en trend att de renodlar sig mer mot fastighetstyp idag än 2007. Trenden beror, enligt företagen, på att kostnaderna för administration blir lägre genom att förvalta få fastighetstyper. Dock överväger vissa företag att ha en viss diversifiering gällande fastighetstyp då olika fastighetstyper genererar olika sorters avkastning och tillväxt. Det är relativt vanligt bland företagen att blanda kontor med mer högavkastande segment så som industri och lager för att diversifiera sig. Detta minskar risken i en eventuell marknadsnedgång för en viss fastighetstyp. Både Klöver och Wihlborgs ser deras egen förvaltning och närhet till kunden som en nyckelfaktor till framgång.

4.2.3 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen varierar stort mellan de intervjuade företagen. Huvudstaden har en låg belåningsgrad på 17 % och Klöver en relativt hög belåningsgrad på ca 65 %. Bakgrunden till valda belåningsgrader hänför sig framförallt till den riskprofil företagen vill representera. Genomgående är att vald belåningsgrad är en avvägning mellan risk och tillväxtpotential. En högre belåningsgrad ger högre hävstång på eget kapital men gör bolaget känsligare mot systematisk risk. En lägre belåningsgrad

däremot skapar säkerhet hos banker och aktieägare. Nackdelen är dock att företagen genom låg belåning inte utnyttjar sin potentiella hävstång.

4.2.4 Transaktionsintensitet, opportunist

Ingen av intervjuade bolagen har någon specifik målsiffra på transaktionsintensitet. De upplever snarare att det är ett resultat av gjorda köp och försäljningar. Företagen köper och säljer främst när tillfället dyker upp och den tänkta fastigheten följer deras strategi. I det nuvarande marknadsläget där utbudet är lågt och efterfrågan hög finns en tendens att företagen satsar mer kapital i projektutveckling istället för att köpa fastigheter. Företagen säljer främst för att avyttra fastigheter som ligger utanför deras strategi och sällan på grund av opportunist.

4.2.5 Finansiella modeller

Genomgående för de företag som ingår i den kvalitativa analysen är att de inte använder sig av finansiella modeller vid investeringar i fastigheter. Det är istället den enskilda fastighetens avkastning, utvecklingspotential och att den faller in under företagets strategi som är viktigt vid investeringar. Portföljens utformning är alltså snarare ett resultat av transaktioner än en strategisk utformning i ett modernt portföljperspektiv.

4.2.6 Nyckeltal

De nyckeltal som de flesta respondenterna tycker representerar ett fastighetsbolags lönsamhet bäst är förvaltningsresultatet samt totalavkastningen för fastigheterna. Några respondenter tycker även att det är viktigt med en hög utdelning till aktieägare samt aktieutvecklingen.

4.2.7 Faktorer som påverkar börsutvecklingen.

Under denna fråga gavs många olika förslag på vad respondenterna främst tror påverkade börsutvecklingen. Exempelvis; substansvärdet, tillgången av fria aktier, starka företagsledare, psykologi, hållbar utveckling och fastighetsanknutna strategier.

5 Slutsats

Slutsatserna av denna rapport sammanfattas under detta avsnitt i två delar och frågeställningarna besvaras. Första delen av slutsatser utgår ifrån de analyserade strategierna som fastighetsbolagen använder sig av. Andra delen beskriver de slutsatser som dragits kring den utförda portföljvalsanalysen.

5.1 Strategier

- Vilka strategier använder sig fastighetsbolag av och är det möjligt att förklara ett bolags börsutveckling med hjälp av dessa?

De strategier som arbetet utgår ifrån har sin förankring i den teoretiska referensramen och har noga valts ut för att så bra som möjligt representera 14 börsnoterade fastighetsbolags börsutvecklingar. De strategier som arbetet utmynnat i är:

- Renodling respektive diversifiering av geografisk region
- Renodling respektive diversifiering av fastighetstyp
- Opportunism
- Kapitalstruktur

Den genomförda regressionsanalysen visar att en geografisk renodling är en signifikant strategi i modellen och påverkar ett fastighetsbolags börsvärde positivt. En renodling mot fastighetstyp har inte visat sig ha någon signifikans i avseende mot börsutveckling.

Belåningsgraden för ett fastighetsbolag har en positiv påverkan på börsutvecklingen. Detta är inte förvånande då en högre belåningsgrad leder till en högre hävstångseffekt vilket även fastighetsbolagen instämmer på. Detta kan dock bero på att undersökningen genomförts under en period med uppåtgående fastighetspriser.

Opportunism som strategi har inte haft någon större signifikans i modellen och därmed inte någon påverkan på börsutvecklingen. Teoretiskt sätt bör dock en opportunistisk strategi ha en positiv påverkan på börsutvecklingen eftersom perioden kännetecknas av ökade fastighetspriser. Anledningen till att modellen inte fångar upp denna effekt kan vara att bolag har gjort mindre kostnadseffektiva transaktioner. Främst två bolag kännetecknas av denna strategi vilket de intervjuade bolagen också instämmer på. De opportunistiska bolagen har en högre volatilitet på sin aktiekurs, vilket kan innebära att transaktioner har en inverkan på börsutvecklingen.

Börsutvecklingen går delvis att förklara med definierade strategier. Anledningen till att modellen inte fullständigt kan förklara börsutvecklingen beror på två olika faktorer:

- Marknaden är effektiv, d.v.s. strategierna utnyttjas redan så effektivt att det inte är möjligt att skapa en högre börsutveckling genom dessa.

- Modellen saknar viktiga förklarande strategier vilket leder till att börsutvecklingen inte fullständigt kan förklaras.
 - Har fastighetsbolags strategier förändrats under den utvalda perioden, 2007-2015, och i vilket avseende?

Flera bolag strävar efter högre grad av renodling dock har den genomsnittliga geografiska renodlingen minskat med 3,2 %. Minskningen bör bero på ett lågt utbud i attraktiva regioner. De intervjuade bolagen förespråkar dock renodling, främst på grund utav en hög värdetillväxt och avkastning i tillväxtregioner. Att ha ett samlat fastighetsbestånd möjliggör även en effektivare förvaltning och bättre kundkontakt.

En genomgående trend bland bolagen är att de idag har en större renodling mot en fastighetstyp och den genomsnittliga ökningen är 5,7 %. Renodling bidrar till lägre kostnader och effektivare förvaltning. Ytterligare fördelar är att företagen kan finnas närmare sina hyresgäster vilket de intervjuade företagen ser som en essentiell del i deras verksamhet.

Tendenser visar att skillnader mellan bolag som diversifierar respektive bolag som renodlar sig har blivit större för båda fastighetstyp och geografi. Det blir därmed vanligare att antingen vara renodlad eller diversifierad, vilket bör hänföra sig till att bolagen vill visa en tydligare strategi och profil.

- Hur förhåller sig resultaten från den kvantitativa analysen till hur börsbolagen själva definierar sina strategier?

De intervjuade bolagen har en tydligare strategi än vad den kvantitativa analysen visar. Några bolag profilerar sig som bolag med högre renodling av geografi och fastighetstyp än vad den kvantitativa analysen visar.

Resultaten från intervjuerna visar att opportunistisk strategi bör leda till en högre börsutveckling. Detta motsätter sig den kvantitativa analysen som visar att opportunistisk strategi inte är en signifikant strategi.

Bolagen anser att en specialiserad portfölj avseende fastighetstyp kan ge förvaltningsfördelar. Genom val av fastighetstyp kan bolagen styra sin avkastning och risk. Börsutvecklingen bör enligt bolagen påverkas positivt av detta eftersom de visar en tydligare strategi mot sina aktieägare, avseende renodling och riskprofil. Den kvantitativa analysens resultat inte i detta resonemang.

Definitionen av den kvantitativa analysens belåningsgrad skiljer sig från hur börsbolagen definierar sin belåningsgrad. Samtliga intervjuade bolag tycker att belåningsgrad på fastigheter är ett viktigare nyckeltal än belåningsgrad för balansomslutning. Däremot ansluter de sig till resonemanget att en högre belåningsgrad ger en högre börsutveckling genom hävstång.

5.2 Portföljvalsanalys

- Hur skall en effektiv portfölj utformas innehållande aktier, obligationer och fastigheter under perioden 2007-2015?

Under perioden 2007-2015 utgörs den effektiva portföljen av 91 % obligationer, 6 % fastigheter och 3 % aktier. Avkastningen för portföljen är 6 % och standardavvikelsen 2,4 %. Ur avkastnings- kontra risk-perspektiv är detta den optimala portföljen att hålla under perioden. Den höga andelen obligationer beror på att denna tillgångsklass under perioden har en låg volatilitet i förhållande till avkastning. Förutsättningarna för portföljen är att det går att låna oändligt med kapital till den riskfria räntan vilket inte är en verklighet för alla investerare. Därför bör en sådan investerare välja en portfölj på den optimala fronten med högre avkastning och högre risk. Denna portfölj innehåller en högre andel fastigheter och aktier.

Resultatet från portföljvalsanalysen kan jämföras med en annan liknande undersökning. I denna innehåller portföljen en större del fastigheter och en lägre del obligationer. Obligationer hade högre risk under perioden vilket innebar en större andel av andra tillgångsklasser i portföljen. Skillnaderna härleds ur att det är olika perioder då undersökningarna utförts.

Förutsättning

6. Diskussion

Under detta avsnitt diskuteras, problematiseras och reflekteras detta examensarbete.

6.1 Diskussion av resultat och slutsatser

Fastighetsbolagen som analyseras i denna rapport skiljer sig åt i många olika avseenden. Några företag specialiserar sig mot logistik och industri, andra specialiserar sig mot kontor & handel. Det finns även de företag som diversifierar sig mot flera olika fastighetstyper. Samma gäller den geografiska allokeringen som är starkt skild företagen emellan, det finns exempelvis bolag som är helt koncentrerade mot Öresund eller mot Stockholm. Några bolag är diversifierade över hela Sverige. Dessutom har fastighetsbolagen en stor spridning i börsutveckling trots att den underliggande tillgången är densamma. Dessa resultat motiverar till att det finns specifika strategier som gör att fastighetsbolagen lyckas olika bra.

I denna rapport analyseras framförallt fyra strategier. Analyserna i rapporten visar att några av de valda strategierna påverkar börsutvecklingen och några som inte gör det. Detta innebär att det är svårt eller omöjligt att skapa en modell som fullständigt förklarar börsutvecklingen hos fastighetsbolag. Därför bör det finnas ytterligare strategier som kan förklara utvecklingen. Det bör även finnas skillnader mellan bolagen som ej är mätbara exempelvis, kompetens bland personal, olika typer av marknadsföring, igenkänning, goodwill m.m. Dessa abstrakta faktorer är något arbetet inte har något fokus mot då arbetet fokuserar på faktorer som är mätbara.

Under arbetets intervjuer dök ett antal olika förslag upp som respondenterna tror påverkar börsutvecklingen. Utav fyra olika intervjuer upplevde endast en att deras strategi starkt påverkade deras börsutveckling. Majoriteten trodde alltså inte att någon av detta arbetes strategier skulle ha en hög påverkan på börsutvecklingen. Istället trodde respondenterna på att starka företagsledare kunde ha en påverkan, eftersom de är företagets ansikte utåt och styr. Det innebär att investerare kan besluta sig för investeringar beroende på tilliten hos företagsledaren.

Tillgången av fria aktier kan påverka börsutvecklingen, eftersom en hög omsättning av aktier möjliggör en intensivare handel vilket ger möjlighet till högre börsutveckling. Flertalet respondenter trodde att investerare till stor del fattar sina beslut efter substansvärdet. Några trodde även att utdelning kunde ha en viss påverkan. Flera av dessa strategier har diskuterats under arbetets gång men till följd av arbetets omfattning och tidsram valdes fyra strategier som grund. Det kan diskuteras om det var rätt antal eller om ytterligare strategier borde analyserats.

Perioden för arbetets datainsamling var åren 2007-2015. Tidsspannet kännetecknas av en mycket hög utveckling bland de flesta Fastighetsbolag. Även fastigheter har haft en väldigt hög värdetillväxt och hyrestillväxt. Detta innebär att det i princip endast har varit en uppgång i branschen under den analyserade perioden med undantag för finanskrisen 2008. Denna kris slog dock inte så hårt mot fastighetsbranschen. Om undersökningen hade inkluderat en period där marknaden inte gick lika starkt hade förmodligen andra strategier varit mer eller mindre signifikanta. Att inkludera en

period med ekonomisk nedgång är således högst relevant om resultatet ska appliceras över en längre period.

Portföljvalsanalysens resultat tar inte hänsyn till vilken riskprofil investeraren har och detta innebär att portföljen inte är optimal för alla typer av investerare. Portföljen innefattar dessutom inte hela marknaden vilket kan skapa fel i modellen. Dock utgör dessa andra tillgångsklasser endast några procent vilket inte bör påverka modellen nämnvärt. Modellen som helhet är god och den kan användas som referensram för investeringar under perioden 2007-2015.

6.2 Teoretiskt och praktiskt bidrag till forskningen

Då rapporten analyserar Sveriges 14 största fastighetsbolag kommer resultaten vara nyttiga för såväl investerare som fastighetsbolag. Vilka olika strategier som används i fastighetsbranschen har genom arbetet förtydligats och skillnaderna mellan bolagens strategier har identifierats. Arbetet kan fungera som underlag inför en investering i olika tillgångar på den svenska aktiemarknaden.

6.3 Förslag till fortsatt forskning

Analysen i detta arbete förklarar inte fastighetsbolagens börsutveckling fullständigt. Det finns fler faktorer som måste inkluderas i en framtida analys.

Ett fastighetsbolag som Hufvudstaden har en hög utdelning vilket de anser vara en stor påverkan till deras börsutveckling. Att jämföra de olika bolagens utdelning i förhållande till deras börsutveckling bör vara en signifikant strategi.

En ytterligare viktig faktor till börsutvecklingen kan vara andelen fria aktier. Finns det en låg andel aktier på marknaden så bör det bli en trögare utveckling för aktien och vice versa. Att ta med denna faktor kan ge en högre signifikans för övriga strategier.

Ett annat förslag till framtida forskning är att utföra en korrelationsanalys över kommersiella fastighetspriser av olika fastighetstyper, samt olika geografiska områden. Det skulle kunna förklara hur olika fastighetstyper i Sverige beror av varandra och om det spelar någon roll i vilka regioner bolagen allokerar sina fastigheter.

7 Källor

7.1 Böcker

- Frank, R. & Cartwright, E. (2013). *Microeconomics and Behavior*. Maidenhead: McGraw-Hill Education (UK).
- Clayton, J., Geltner, D., Eichholtz, p. & Miller, N. (2014). *Commercial Real Estate*. 3. uppl., Mason, OnCourse Learning.
- Lekander, J. & Söderberg, B. (2008). *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt Fastighetsnomenklatur: Risk och portföljanalys för fastigheter*. 8. uppl., Stockholm: Fastighetsnytt förlags AB, ss. 404-419.
- Patel, R. & Davidson, B. (2012). *Forskningsmetodikens grunder*. 4:2. uppl., Lund: Studentlitteratur AB.
- Vännman, K. (2002). *Matematisk Statistik*. 2. uppl., Lund: Studentlitteratur AB.

7.2 E-böcker

- Baker, C. (2014). *Public Real Estate Investment: Diversification Benefits of Real Estate*. Oxford University Press. doi:10.1093/acprof:oso/9780199993277.003.0002
- Black, J., Hashimzade, N. & Myles, G. (2009). *A Dictionary of Economics: Herfindahl index*. 3 uppl., Oxford University Press. doi:10.1093/acref/9780199237043.013.1433
- Fahrmeier, L., Kneib, T., Lang, S. & Marx, B. (2013). *Regression: Models, Methods and Applications*. Berlin: Springer-Verlag Berlin Heidelberg. ISBN: 9783642343339

7.3 Artiklar

- Baker, C. Yawei, Y. & Yildiray, Y. (2012). Dynamic Correlations among Asset Classes: REIT and Stock Returns. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 44(3), ss. 298–318.
- Eichholtz, P.M.A. Hoesli, M. MacGregor, B.D. & Nanthakumaran N. (1995). Real estate portfolio diversification by property type and region. *Journal of Property Finance*, 6(3), ss. 39-59
- Hoesli, M. & Kustrim R. (2013). Volatility Spillovers, Comovements and Contagion in Securitized Real Estate Markets. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 47(1), ss.1–35
- Hoyt, H. (1933). One Hundred Years of Land Values in Chicago. *University of Chicago*. Chicago Press
- Leimdörfer. (2015), *Same, same but different: The Nordic property market in a European perspective*.
- Leimdörfer. (2014), *The Proper(ty) Allocation: -The role of portfolio management*.

Leimdörfer. (2011), *Property Shares: Property or Shares?*

Leimdörfer. (1997), *Koncentration och renodling premieras*

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection, *The Journal of Finance*, 7(1), ss. 77-91.

Seiler, M.J., Webb, J.R., & Myer, F.F.N. (1999). Diversification Issues in Real Estate Investment. *Journal of Real Estate Literature*, 7, ss. 163-179

7.4 Internetkällor

DTZ. (2015-10-23) *DTZ: Rekordhög transaktionsvolym 2014* <http://dtz.se/nyhet/dtz-rekordh-g-transaktionsvolym-r-2014>

Microsoft Office. (2016-01-28). *Funktionen REGR*. <https://support.office.com/sv-se/article/Funktionen-REGR-84d7d0d9-6e50-4101-977a-fa7abf772b6d>

Microsoft Office. (2015-12-15). *Define and solve a problem by using Solver*. <https://support.office.com/en-us/article/Define-and-solve-a-problem-by-using-Solver-9ed03c9f-7caf-4d99-bb6d-078f96d1652c>

Nationalencyklopedin. (2016). *diversifiering*. <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/diversifiering> (2016-01-14)

NaiSvefa. (2015). *Svensk fastighetsmarknad - Fokus 24 orter*. <https://www.naisvefa.se/globalassets/svensk-fastighetsmarknad/svensk-fastighetsmarknad-hosten-2015.pdf> (2016-03-01)

Swedbank. (2016a). *Hur bolagen klassificeras*. <https://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-mer-om-vardepapper/aktieskola/hur-bolagen-klassificeras/index.htm> (2016-01-26)

Swedbank. (2016b) *Bolagets skyldigheter* https://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-mer-om-vardepapper/aktieskola/vad-ar-en-aktie/?contentid=OID_517835_SV (2016-01-26)

AICPA. (2016). *IFRS FAQs*. http://www.ifrs.com/ifrs_faqs.html#q1 (2016-01-26)

PWC. (2015). *Riskpremien på den svenska fastighetsmarknaden*. <https://www.pwc.se/sv/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2015.pdf> (2016-02-01)

7.5 Börsdata

Avanza Bank AB. (2015) *Börstorget*. <https://www.avanza.se/aktier/aktier-torg.html> (2015-11-10)

Nasdaq OMX Nordic. (2015). *Historiska kurser* <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/historiskakurser> (2015-11-10)

Nsdaq OMX Nordic. (2016). *Index*

http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=SE0001356650

Sveriges Riksbank. (2016). *Sök räntor och valutakurser.*

<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/>
(2016-01-20)

7.6 Årsredovisningar

Atrium Ljungberg. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014.

<http://www.atriumljungberg.se/IR/Reports/> (2015-11-15).

Balder. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014.

<http://www.balder.se/frontsida/balder/investor-relations/finansiella-rapporter.aspx>
(2015-11-15).

Castellum. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014. <http://www.castellum.se/investor-relations/aarsredovisningar.html> (2015-11-15).

Diös. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014. <http://www.dios.se/Finansiellt/Finansiella-rapporter/> (2015-11-15).

Fabege. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014. <http://www.fabege.se/Om-Fabege/Finansiell-information/Rapporter-presentationer/> (2015-11-15).

Fastpartner. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014. <http://fastpartner.se/finansiell-information/> (2015-11-15).

Heba. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014.

<http://www.hebafast.se/res/themes/Heba/Pages/Reports.aspx> (2015-11-15).

Hufvudstaden. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014.

<http://www.hufvudstaden.se/finansiell-information/rapporter/arsredovisningar/> (2015-11-15).

Klövern. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014. <http://www.klovern.se/sv/om-klovern/investor-relations/finansiella-rapporter/> (2015-11-15).

Kungsleden. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014.

<http://www.kungsleden.se/investerare/kalender/2015/kungsleden-presenterar-andra-kvartalet-2015/> (2015-11-15).

Sagax. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014. <http://www.sagax.se/sv/Om-Sagax/Finansiell-information/Finansiella-rapporter/> (2015-11-15).

Wallenstam. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014.

<https://www.wallenstam.se/sv/wallenstam/investor-relations/finansiella-rapporter/>
(2015-11-15).

Wihlborgs. Årsredovisningar 2007 t.o.m. 2014. <https://www.wihlborgs.se/sv/investor-relations/rapporter/> (2015-11-15).

8. Bilagor

8.1 Intervjufrågor

Investeringsstrategier

- Vad är er primära investeringsstrategi? Hur skapar ni lönsamhet för era aktieägare?
- Varför har ni denna strategi?
- Hur länge har ni haft denna strategi?
- Vilken strategi hade ni före?
- Är det viktigt att ha en viss profil i fastighetsinnehavet för att skapa värde?
- Är det viktigt att profilera sig genom kommunikation och marknadsföring?

Renodling/diversifiering av fastighetstyp

- Är er portfölj specialiserad mot en viss fastighetstyp?
- om ja, vilken? Bostäder, kontor, handel, vård, lager/industri
- Varför har ni valt denna strategi?
- Är den mer eller mindre koncentrerad idag än 2007?
- Jämför med vårt resultat

Geografisk renodling/diversifiering

- Anser ni att er portfölj är geografiskt koncentrerad?
- Om ja, var?
- Varför har ni valt den strategin?
- Är den mer eller mindre koncentrerad idag jämfört 2007?

Kapitalstruktur

- Vad är er belåningsgrad?
- Vill ni ha en hög eller låg belåningsgrad, särskild siffra? För balansomslutningen
- På vilka grunder bestämmer ni er belåningsgrad?
- Styr målet av belåningsgrad av skatter?
- Har ni hävstång i åtanke?
- Eller är det bankerna som bestämmer?

Vilket nyckeltal representerar bäst lönsamhet? Tycker ni aktieutvecklingen är ett bra mått på lönsamhet?

- Avkastning på eget kapital (ROE)

- Avkastning på totalt kapital
- Utdelning
- Överskottsgrad

Transaktionsvolym och fastighetsvärde

- Har ni en strategi som bygger på att skapa värde genom transaktioner?
- Har ni någon målsiffra på er transaktionsintensitet?
- Hur går det till inför en försäljning? Säljer ni på grund av en avsiktlig avyttring för att följa er strategi? Eller opportunistiskt genom att sälja övervärderade objekt?
- Hur går det till inför köp? Bud efter er strategi eller annonserade objekt, alternativt opportunistiskt genom att finna undervärderade objekt?

Finansiella modeller, portföljvalsanalys

- Använder ni er av den optimala portföljen (effektiva fronten) när ni gör investeringsbeslut?

Sammanfattande frågor

- Vad tror ni påverkar börsutvecklingen mest?
 1. Överskottsgraden
 2. Utdelningar
 3. ROE
 4. Belåningsgraden
 5. Val av strategi (fastighetstyp, geografi)
 6. Transaktionsintensitet
 7. Marknadsföring
 8. Goodwill
 9. Annat
- Vilka faktorer är viktigast inför en investering av en fastighet?
 1. Stabila driftnetton
 2. Risk i enskild fastighet, kontraktstider
 3. Bra pris, opportunistiskt
 4. Likviditet, fritt kapital
 5. Konjunkturer
 6. Geografisk marknadsdominans
 7. Upplever ni att magkänsla och erfarenhet är en stor faktor inför investeringsbeslut?
 8. Har ni några frågor kring vårt examensarbete?

8.2 Intervju Hufvudstaden

Hufvudstaden är ett fastighetsbolag som koncentrerar sig till CBD (Central business district) inom Stockholm och Göteborg. I dagsläget har bolaget ett fokus mot både handel och kontor.

Då regionerna Stockholm och Göteborg i nuläget har få transaktioner på marknaden och tillväxten på det befintliga fastighetsbeståndet är högt fokuserar de främst på förvaltning och utveckling. Utvecklingen av befintliga fastigheter är något som under senare år har blivit allt viktigare för företaget på grund av marknadsläget och det låga utbudet, som även bidrar till en låg transaktionsintensitet. Deras primära strategi handlar om att långsiktigt förvalta sina fastigheter och på så vis skapa en kontinuerlig ekonomisk tillväxt.

Historiskt sett har deras strategi sett ut som den gör idag. De har under den undersökta perioden varit ett stort fokus på regionerna Stockholm och Göteborg med inriktning mot kommersiella lokaler som handel och kontor.

De lägger stort fokus på att ha en kontinuerlig tillväxt och på så vis skapa värde för sina aktieägare. Den viktigaste faktorn till aktieutvecklingen anses vara det underliggande värdet på fastighetsbeståndet. Kassaflödet, d.v.s. förvaltningsresultatet är det nyckeltal som Hufvudstaden anser representera företagets lönsamhet bäst. Med en låg belåningsgrad och ett högt kassaflöde kan de dela ut mer till sina aktieägare.

Företaget använder sig inte utav finansiella modeller. De bedömer den aktuella fastigheten utifrån marknadsläget och framtida potential. I Stockholm och Göteborg med hög tillväxt och låga vakanser krävs inte portföljvalsanalyser utan det är snarare vad den aktuella fastigheten kan generera som är viktigt.

Belåningsgraden för företagets fastigheter är 17 % vilken härleds i att prisutvecklingen på fastighetsmarknaden har varit hög under den senaste perioden, samt att de finns få intressanta fastigheter till försäljning. De ser den låga belåningsgraden som positiv då det skapar säkerhet både för aktieägarna och bankerna. De anser dock att det är fullt möjligt att öka belåningsgraden upp till 30-35 % ifall rätt fastighet kommer till försäljning. De får köp och försäljningar som genomförs utförs på grund av att följa deras strategi, d.v.s. att långsiktigt förvalta och utveckla sina fastigheter i CBD, Stockholm och Göteborg.

8.3 Intervju Klöver

Klöverns grundläggande Strategi är att äga och förvalta fastigheter på tillväxtorter. De anser att det är viktigt att ha en tydlig strategi inför sina aktieägare och aktiemarknaden för att kunna uttrycka sin profil. Klöverns bestånd idag jämfört med 2007 är aningen annorlunda, de har samma grad av diversifiering som då men de har andra orter som de fokuserar på.

Beståndet är framförallt fokuserat mot kontor, då klövern anser sig förvalta denna fastighetstyp bäst. Andra fastighetstyper så som industri/logistik eller bostäder kräver en helt annan typ av förvaltning och kompetens, därför har de valt att specialisera sig mot kontor. Klövern har dock inslag av både industri, logistik och handel. På deras mindre orter är det vanligare med exempelvis lager, vilket beror på vilka affärsmöjligheter som finns på orten. Målet är dock att successivt renodla mot kontor.

Geografiskt sett har bolaget inte något renodlat bestånd, vilket till stor del beror på förvärvet av Dagon AB då ett flertal orter tillkom till portföljen, så som Kalmar, Malmö, Härnösand, Falun och Sollefteå. Detta har inneburit ett diversifierat bestånd. Efterhand har Klövern renodlat Geografiskt och lämnat några mindre samt oprioriterade orter vilket de även tänker fortsätta med. Syftet med renodlingen är att bli mer effektiva avseende förvaltning och att finnas på orter med hög hyrestillväxt och värdeökning. Det är även viktigt att kunna finnas i närheten av hyresgästerna med förvaltningsenheter och egen personal.

Det geografiskt diversifierade beståndet ses som en stor fördel då volatiliteten på hyrorna runt i landet skiljer sig åt vilket ger bolaget ett jämnare kassaflöde. På en ort som exempelvis Västerås kan man få en högre direktavkastning men i förlust av lägre värdetillväxt.

Klöverns belåningsgrad är ca 65 % för fastigheterna, för närvarande är målet är att ligga kring denna siffra. Bakgrunden ligger i vad finansmarknaden, banker och analytiker anser vara rimligt, - "det är en avvägning mellan risk och tillväxtpotential". Hävstång är något som finns i åtanke men bankerna har en väldigt stor makt över belåningens storlek.

Lönsamheten i Klövern mäts bäst i förvaltningsresultatet vilket är det viktigaste nyckeltalet för bolaget.

Transaktioner är något bolaget jobbar mycket med och de vill nettoväxa genom förvärv. Det finns dock inget mål att ha en viss transaktionsintensitet, det handlar mer om att ta tillfället i akt när det dyker upp. Syftet med köp av fastigheter är att själva förvalta fastigheterna på lång sikt. Klövern förvärvar gärna inom samma kluster av fastigheter då det bidrar till effektivare förvaltningsenheter, synergier och möjligheten till att påverka utformningen av området.

Finansiella modeller så som portföljvalsteori är inget de använder sig av utan erfarenhet är det som framförallt styr. För mycket beräkningar leder inte till några affärer utan det viktigaste är att tro på det.

Respondenten tror att Psykologi framförallt är det som påverkar börsutvecklingen.

Det kan även finnas en betydelse i att ha en hög andel av delägda Joint Ventures, och många dotterbolag som delar med andra vilket ger ett ganska billigt kassaflöde utan att det syns i böckerna. Detta är gemensamt för de två bolag med högst utveckling Balder och Sagax.

8.4 Intervju Kungsleden

Kungsledens primära strategi är att långsiktigt äga fastigheter och att aktivt jobba med fastighetsutveckling i portföljen. Fastighetsbeståndet ska ha en god kvalitet och finnas i utvalda tillväxtmarknader, främst Storstockholm, Storgöteborg, Malmö och Västerås. Det långsiktiga målet är finnas i storstadsregionerna och ytterligare ett 20-tal kommuner med god tillväxt.

Kungsleden hade en framgångsrik strategi under åren 2007-2008 som ett transaktionsdrivet opportunistiskt bolag d.v.s. strategin var att köpa underprissatta fastigheter, utveckla dessa för att sedan sälja till ett högre pris och på så vis skapa värde. Denna strategi fungerade bra tills finanskraschen 2008 då värdena på fastigheter sjönk. Därefter ändrade Kungsleden sin strategi, vilken lanserades årsskiftet 2012/2013. Från denna period har de en tydlig strategi som en långsiktig fastighetsförvaltare och inte som ett transaktionsdrivet bolag. Kungsleden anser att det är extremt viktigt att profilera sin nya strategi mot sina aktieägare då de förväntar sig att deras strategi kommer vara lönsam i framtiden.

Innan Kungsleden ändrade strategi hade de inte ett tydligt fokus mot någon fastighetstyp. Den ändrade strategin innebär idag att de äger fastigheter med en långsiktig lokalefterfrågan. Idag ser de en stor tillväxt i tjänstesektorn vilket innebär att det vill satsa mot kontorslokaler. I beståndet finns 55 % kontor, 30 % industri och 15 % handel. De vill komplettera sitt fokus mot kontor med mer högavkastande segment så som industri/lager vilket ger företaget en effektivare portfölj med möjlighet till viss diversifiering.

Den nya strategin innebär att öka den geografiska koncentrationen kraftigt, vilket inte var nödvändigt tidigare då bolaget hade en opportunistisk strategi. De har på två år minskat deras orter från 140 kommuner till 66 men samtidigt fördubblat sitt fastighetsbestånd. Den starka urbaniseringen är en viktig anledning till deras val av geografiska storstadsregioner. Deras viktigaste beståndsdel i deras geografiska strategi är deras kluster. Att äga fastigheter i kluster ger flertalet fördelar så som; marknadsföring, snabba kunderbjudanden, effektivare förvaltning, hyresstyrning och synergier m.m.

Kungsleden har under den senaste perioden arbetat med att sänka belåningsgraden i portföljen samtidigt som de försöker öka kvaliteten i beståndet. Det långsiktiga målet är att ha en belåningsgrad mellan 55-60 % vilket är lämpligt i och med att fastighetsvärdena följer konjunktursvängningarna. Då kan de ha en god marginal i en eventuell nedåtgående marknad. I dagsläget har bolaget en belåningsgrad på 63 %.

Deras viktigaste nyckeltal är totalavkastningen på fastighetsportföljen, vilket innefattar både direktavkastning, driftnetto och värdeutveckling. De jämför sig aktivt mot MSCI's (IPD) index för att följa upp tillväxten i fastighetsportföljen. Ur ett investerarperspektiv är även totalavkastningen på aktien högst relevant.

Kungsliden är i nuläget ett transaktionsintensivt bolag eftersom de har en tydlig strategi mot att koncentrera sig till färre geografiska regioner, samtidigt som de försöker skapa fler och större kluster.

Kungsliden använder sig inte av avancerade finansiella modeller inför ett investeringsbeslut av en enskild fastighet. Vid investeringsbeslut används framförallt traditionella kassaflödesvärderingar och nyckeltal. Det viktigaste är att investeringen skall stå i överens med deras strategi och att den kan ge en god framtida avkastning.

Respondenten tror att deras nya strategi har en stor betydelse för deras börsutveckling. De transaktioner som genomförts i enlighet med deras strategi har haft positiva utslag i aktien. De tror även en kontinuerlig tillväxt i bolaget är en fördel för börsutvecklingen.

8.5 Intervju Wihlborgs

Wihlborgs primära strategi är att äga, förvalta och utveckla kommersiella fastigheter i Öresundsregionen. Genom en effektiv förvaltning kan de äga moderna och flexibla fastigheter och långsiktigt gå med vinst.

Huvuddelen av deras verksamhet är långsiktig fastighetsförvaltning, vilket de också anser som stor del av deras värdeskapande, närmare 3/4. Detta kompletteras med egna drifttekniker som arbetar med fastigheterna och i direktkontakt med hyresgästerna vilket anses som en strategisk fördel samtidigt som det blir mer kostnadseffektivt.

Wihlborgs strategi och framgångskoncept bygger på ett koncentrerat fastighetsbestånd i Öresundsregionen. Genom deras geografiska koncentration har bolaget en god kundkontakt. I början av 2000-talet var Wihlborgs ett diversifierat bolag med fastigheter i både Öresundsregionen och Stockholm. År 2004 beslutades att dela upp koncernen i två delar och Stockholmsbeståndet bildade fastighetsbolaget Fabege. Syftet med uppdelningen var att få ett tydligare geografiskt fokus. På så sätt kommer de närmare sina kunder och kan bli snabbare beslutsfattare. Wihlborgs står för 25 % av marknaden i Öresundsregion, den starka marknadspositionen ses som en fördel. De uppfattar Öresundsregionen som en spännande och attraktiv region med långsiktig tillväxtpotential.

Wihlborgs fokuserar sig mot kommersiella fastigheter, i den mening att de inte hyr ut till privatpersoner. Deras fastigheter består framförallt av kontor, lager och logistik, där kontor utgör den största delen mätt i värde. Bolaget strävar efter att äga moderna och flexibla lokaler. Butik och handel förekommer i beståndet men det finns inget fokus mot fastighetstypen. Industri och logistik ger Wihlborgs några fördelar jämfört kontor, bättre direktavkastning men kundkretsen är i stort densamma.

Belåningsgraden är 56,8 % och målet är att ha en belåningsgrad kring 60 % för fastigheterna. Det som avgör belåningsgraden är en avvägning mellan finansiell stabilitet och tillväxtpotential genom hävstång. 60 % belåningsgrad på fastigheter representerar deras riskprofil men de tar även hänsyn till risken på den marknad där de befinner sig vilken upplevs som relativt låg i Öresundsregionen.

Wihlborgs anser att förvaltningsresultatet är det nyckeltal som bäst representerar ett fastighetsbolags lönsamhet. Dock upplever respondenten att substansvärdet är det nyckeltal som investerare främst fattar sina beslut efter.

Wihlborgs är intresserade av att köpa fastigheter i den marknader och de segment där de är verksamma. Generellt förvärvar de mer än de säljer och syftet med förvärven är att långsiktigt förvalta fastigheterna. Försäljningar sker då goda affärstillfällen uppstår eller när fastigheterna inte längre matchar deras moderna kommersiella profil. Även projektutveckling är en viktig del av värdeskapandet, 1/4 av värdeskapandet kommer ifrån projektutveckling. Det finns värde i att växa och man kan dessutom skapa vinster genom projekt.

Wihlborgs använder sig inte av teoretiska modeller så som modern portföljvals teori inför investeringsbeslut då de anser att deras förvaltare har tillräckligt stor kunskap för att kunna fatta goda beslut.