

Fokusering av fastighetsportföljer

– en studie av fastighetsbolagens strategier och bestånd

Börje Fennhagen
Thomas Green

Avdelningen för Fastighetsvetenskap
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet

Department of Real Estate Science
Lund Institute of Technology
Lund University, Sweden



ISRN LUTVDG/TVLM 02/5068 SE

Avdelningen för
Fastighetsvetenskap
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet
Box 118
221 00 LUND



**Lunds Tekniska
Högskola**
Lunds Universitet

Department of
Real Estate Science
Lund Institute of Technology
Lund University
PO Box 118
SE – 221 00 LUND
SWEDEN

Fokusering av fastighetsbestånd
- En studie av fastighetsbolagens bestånd och strategier

Concentration of Real Estate Portfolios
- A study of Swedish Real Estate Companies Portfolios and Strategies

Examensarbete utfört av / Master of Science's Thesis by
Börje Fennhagen, Thomas Green
Civilingenjörsutbildningen i Lantmäteri, Lunds Tekniska Högskola

Handledare / Supervisors
Carl-Magnus Willert, Avdelning för Fastighetsvetenskap, LTH
Andreas Graflund, Nationalekonomiska Institutionen, Lunds Universitet

Examinator / Examiner
Carl-Magnus Willert, Avdelning för Fastighetsvetenskap, LTH

Förord

Denna uppsats är ett examensarbete som gjorts på Avdelningen för Fastighetsvetenskap, Lunds Tekniska Högskola. Arbetet utgör sista delen i vår utbildning till civilingenjörer inom lantmäteri med fastighetsekonomisk inriktning.

Först och främst vill vi tacka våra handledare, Carl-Magnus Willert, Avdelningen för Fastighetsvetenskap, LTH och Andreas Graflund, Nationalekonomiska Institutionen, Lunds Universitet för det stöd och den hjälp vi fått. Tack också till vår opponent Martin Larsson, samt Stefan Olander för deras värdefulla synpunkter.

Vi vill också tacka de företag som ingått i studien och medverkat i vår enkätundersökning samt rikta ett speciellt tack till de företag och personer som ställde upp på intervju.

Vidare vill vi tacka Hans Lind, Avdelningen för Bygg- och fastighetsekonomi, KTH och Tore Eriksson, Företagsekonomiska Institutionen vid Lunds Universitet för att de tagit sig tid att besvara våra frågor under arbetets gång. Ett särskilt tack till Hans då det är hans tidigare forskning som lagt grunden till detta arbete.

Slutligen vill vi tacka alla störande moment på L för deras glada uppmuntranen, ständiga frågor och alltid lika givande peptalk.

Lund, 2002-05-24

Börje Fennhagen

Thomas Green

Sammanfattning

Den svenska fastighetsmarknaden är mycket diversifierad och branschen har traditionellt varit splittrad med ett stort antal ägare med fastigheter spridda över en stor geografisk marknad. Den senaste tiden, framför allt efter fastighetskrisen, har det blivit aktuellt att fokusera bestånden, såväl mot mer avgränsade geografiska delmarknader som mot vissa fastighetskategorier, för att öka dess värde. De flesta fastighetsbolag arbetar idag kontinuerligt med att utforma och utveckla sina affärsidéer och strategier.

Uppsatsen syftar till att belysa de svenska börsnoterade fastighetsbolagens val av portföljstrategier, beräkna bolagens koncentrationsgrad och identifiera eventuella trender, visa hur affärsidé och strategi påverkar portföljsammansättningen, samt undersöka om ökad fokusering leder till positiv kursutveckling och minskad substansrabatt på aktiemarknaden.

16 bolag har valts ut vilket inkluderar i princip samtliga börsnoterade fastighetsbolag samt Atrium och Vasakronan. Samtliga bolag använder sig av en eller flera av följande strategier; strategi avseende geografisk delmarknad, strategi avseende typ av fastighet samt strategi avseende riskjusterad avkastning.

Det finns motiv som talar både för och mot att fokusera portföljen. Fördelarna kan delas upp i finansiella, som t ex portföljteori och finansieringsvillkor, operationella, som t ex rationella förvaltningsenheter och monopolställning, samt övriga som t ex ledningens kompetens och lägre avkastningskrav. Nackdelarna kan t ex vara att små bolag har för liten volym för att prioritera fokusering och att hög fokusering ökar risken. Dessutom kan man genom att prioritera en viss marknad gå miste om fördelaktiga affärer utanför denna.

För att undersöka olika faktorer som kan tänkas påverka, och i så fall i vilken utsträckning dessa påverkar, företagets beslut avseende portföljinvesteringar genomfördes en enkätundersökning. Djupgående intervjuer genomfördes därefter med bolag utvalda med hänsyn till de olika studerade strategierna. Det framkom att ett flertal faktorer, t ex rationella förvaltningsenheter, hyresgästernas synpunkter, etc., som enligt teorin bör vara ekonomiskt fördelaktiga också ansågs viktiga av många bolag. Dock såg bolagen snarare till helhetsbilden och lät sig inte i motsvarande utsträckning påverkas av enskilda faktorer vid beslut avseende köp och försäljning. Bolagets val av affärsidé och strategi styr i stor omfattning vilka faktorer man tar hänsyn till vid investeringsbeslut.

Praktiskt taget samtliga bolag har affärsidéer och strategier som syftar till att öka beståndets koncentration till en eller flera utvalda delmarknader. Bolagens koncentration har årligen beräknats för att skapa möjligheter att se om det finns trender mot ökad fokusering. Beräkningarna visar att bolagen generellt går mot ökad geografisk fokusering samt ökad fokusering mot typ av fastighet. Det förekommer avvikelser från dessa trender, framför allt om man studerar förändringarna från år till år, men dessa kan nästan uteslutande förklaras av att ett bolag under året genomfört ett större förvärv och därmed också fått en del "oönskade" fastigheter på köpet eller att de helt enkelt saknar en fokuseringsstrategi. Trenderna mot ökad fokusering visar sig också stämma mycket väl överens med bolagens affärsidéer och strategier. Bolagen agerar alltså i stor utsträckning enligt dessa.

De flesta fastighetsbolag handlas med rabatt på börsen, en rabatt som varierar stort mellan de olika bolagen. Att bolagen handlas med rabatt har flera tänkbara förklaringar, t ex dubbelbeskattning och merkostnader för central administration. Ett bolag kan också handlas till en premie, t ex om det har specialistkompetens och har ett fokuserat bestånd där man kan

utnyttja stordriftsfördelar. Tidigare studier har funnit bevis för att aktiemarknaden värderar fokuserade bolag, framför allt de som är fokuserade mot en viss fastighetskategori, högre än diversifierade. Genom att öka portföljens renodling bör, teoretiskt, bolagets börsvärde öka och dess substansrabatt minska. I den tendensundersökning som genomförts kan dock inga entydiga samband mellan fokuseringstrenderna och kursutveckling respektive substansrabatt utläsas. Däremot visar studien att de fokuserade bolagen, såväl avseende geografisk delmarknad som typ av fastighet, vid årsskiftet 2000/2001 hade en högre värdering på börsen än de diversifierade.

Abstract

The Swedish real estate market is highly diversified and the trade has traditionally been divided between large numbers of owners with real estate over a large geographical market. Since the Swedish real estate crisis, it has become more and more important to focus the portfolios towards more limited geographical sub markets as well as certain categories of real estate in order to increase their value. Most real estate companies today work continuously at developing their business ideas and strategies.

This thesis aims to illustrate the choice in portfolio strategies of the Swedish real estate companies noted on the stock exchange, calculate the companies' degree of concentration and identify trends, show how business ideas and strategies affect the composition of the portfolio, as well as investigate whether increased concentration leads to positive reactions on the stock market.

Sixteen companies have been chosen which includes most noted real estate companies as well as two unnoted, Atrium and Vasakronan. All companies use one or more of the following strategies: strategy concerning geographical sub markets, strategy concerning category of real estate, and strategy concerning risk-adjusted dividend.

There are factors that speak for as well as against structured portfolios. The pros can be divided into financial, like modern portfolio theory and credit terms, like economics of scale and monopoly position, and other more subjective factors like competence of management. The cons can for example be that small companies should focus more on gaining size than concentrate its portfolio and that a high concentration increases the risk. Furthermore, a company might pass up advantageous business deals if it only concentrates on one particular market.

To examine different factors which might influence, and in that case to what extent they influence, the companies' decisions concerning portfolio investments a survey was sent out to the companies. Interviews were conducted with companies that were chosen according to the studied strategies. The result was that a number of factors, for example economics of scale, views of the tenants, etc., which according to theory should be economically advantageous also were considered important by many companies. However when making investment decisions the companies focus more on the whole picture rather than individual factors. The companies' choice of business ideas and strategies controls to a large extent which factors a company considers when buying or selling real estate.

Practically all companies have business ideas and strategies that aim to increase the portfolios concentration to one or more sub markets. The companies' degree of concentration has been calculated yearly in order to provide the opportunity to see if there are any trends towards increased concentration. The calculations show that the companies generally move towards increased geographical concentration as well as increased concentration towards real estate categories. There are deviations from these trends, especially if one studies the changes from year to year. The explanation for this is almost exclusively that when a company makes a substantial deal involving a large number of real estate it also acquires a number of real estate in "unwanted" markets. This does not mean that the company has deviated from its strategy concerning concentration. The trends towards increased concentration correlate highly with the business' business ideas and strategies.

Most real estate companies are traded with a discount on the stock market, a discount that varies greatly between the companies. That the companies are traded with a discount has many conceivable explanations, for example double taxation and costs for central administration. A company can also be traded with a premium, for example if it has a concentrated portfolio that can take advantage of economics of scale and can take advantage of information in a more efficient way. Earlier studies have found evidence that the stock market values concentrated companies, especially those concentrated towards categories of real estate, more than diversified. By increasing the portfolios concentration the companies market value should, theoretically, increase and its discount decrease. The result of our study does not show any clear connections between the trends toward increased concentration and market value or discount. However, it does show that the concentrated companies (towards geographical sub markets as well as categories of real estate) were valued higher than the diversified on the stock market at the end of 2001.

Innehållsförteckning

Förord

Sammanfattning

Abstract

Innehållsförteckning

1. Inledning	11
<i>1.1 Bakgrund</i>	<i>11</i>
<i>1.2 Frågeställning</i>	<i>13</i>
<i>1.3 Syfte</i>	<i>14</i>
<i>1.4 Metod</i>	<i>14</i>
<i>1.5 Avgränsning</i>	<i>15</i>
<i>1.6 Målgrupp</i>	<i>15</i>
<i>1.7 Studiens tillförlitlighet</i>	<i>15</i>
<i>1.8 Disposition</i>	<i>16</i>
2. Teori	18
<i>2.1 Varför behövs affärsidéer och strategier i fastighetsbolag?</i>	<i>18</i>
<i>2.2 Vision, affärsidé, mål, strategi och taktik</i>	<i>18</i>
2.2.1 Vision.....	19
2.2.2 Affärsidé	19
2.2.3 Mål	19
2.2.4 Strategi	19
2.2.5 Taktik	21
<i>2.3 Motiv för att fokusera bestånd</i>	<i>21</i>
2.3.1 Finansiella motiv	21
2.3.2 Operationella motiv.....	25
2.3.3 Övriga	27
<i>2.4 Vad talar mot fokusering</i>	<i>28</i>
<i>2.5 Vad påverkar bolagens värdering</i>	<i>29</i>
<i>2.6 Sammanfattning av teoridelen</i>	<i>30</i>
<i>2.7 Hypoteser</i>	<i>32</i>
3. Valda strategier	33
<i>3.1 Strategi avseende geografisk delmarknad</i>	<i>33</i>
<i>3.2 Strategi avseende typ av fastighet</i>	<i>34</i>
<i>3.3 Strategi avseende riskjusterad avkastning</i>	<i>34</i>
<i>3.4 Bolagens strategier</i>	<i>35</i>

4. Fastighetsbolagens utveckling	36
4.1 Har fastighetsbolagen blivit mer fokuserade?	36
4.1.1 Inledning.....	36
4.1.2 Resultat – Geografisk koncentration.....	36
4.1.3 Resultat – Koncentration mot typ av fastighet.....	37
4.2 Analys.....	38
4.3 Sammanfattning.....	49
5. Vad ligger bakom strategierna	51
5.1 Enkätundersökning.....	51
5.1.1 Resultat.....	51
5.2 Intervjuer	52
5.2.1 Resultat.....	52
5.3 Analys av enkäter och intervjuer	57
6. Aktiemarknadens reaktioner	62
6.1 Resultat och analys.....	62
6.2 Sammanfattning.....	68
7. Är fokuserade bolag högre värderade än diversifierade	70
7.1 Geografisk fokusering.....	70
7.2 Fokus mot typ av fastighet	71
8. Slutsats.....	72
8.1 Fokusering och strategi.....	72
8.2 Fokuseringens inverkan på aktiemarknaden.....	73
Källförteckning	75
Figurförteckning	77
Tabellförteckning	77

Bilagor

- I. Definitioner och nyckeltal
- II. Presentation av valda bolag
- III. Herfindahl-Hirschman Index
- IV. Redovisning av enkätundersökningen

1. Inledning

Detta kapitel inleds med den bakgrund och frågeställning som ligger till grund för val av ämne. Därefter beskrivs uppsatsens syfte, de metoder och avgränsningar som använts för att uppnå detta syfte samt den målgrupp arbetet främst riktar sig till. En kort diskussion om studiens tillförlitlighet förs i följande delkapitel. Slutligen ges en översiktlig bild över arbetets uppläggning.

1.1 Bakgrund

Fastighetsbranschen har under 1990-talet varit mycket händelserik. En utveckling från traditionell förvaltning mot ett mer professionellt fastighetsföretagande där man sätter hyresgästen i centrum kan ses. Marknaden har präglats av en aktiv omstrukturering. När det gäller fastigheternas värden har det varit stora svängningar, såväl uppgång som fall. Detta har till stor del sin grund i den finans- och fastighetskris som upplevdes under första halvan av decenniet och de effekter som uppstod på denna som tvingade fram förändring. (Bengtsson & Polesie, 1998)

Uppkomsten av den svenska fastighetskrisen kan förklaras av olika fundamentala faktorer. Trots detta kan den spekulationsstämning som rådde i slutet av 80-talet förmodligen inte helt räknas bort. De fundamentala faktorer som påverkade fastighetsmarknaden var (Jaffee, 1994):

- Negativ BNP-tillväxt ledde till recession.
- Kraftigt stigande realränta medförde sjunkande fastighetsvärden samt en stigande nominell ränta.
- Avregleringen av kreditmarknaden gjorde det lätt att låna trots låg säkerhet.
- Skattereform ledde till minskade avdragsmöjligheter för räntekostnader.
- Sjunkande subventioner till bostadssektorn.

Ett flertal fastighetsägare/fastighetsföretag upplevde nu stora ekonomiska problem. När fastigheternas avkastning inte längre räckte till för att betala ränta och amortering tog långivarna över de intecknade fastigheterna som skydd för sina lån. Värdet av detta bestånd uppskattades till nästan 100 miljarder kronor (Vinell, 1996). Många av de fastigheter som tagits över av bankerna lades i separata bolag, t ex bildades Diligentia av SEB och Näckebro av Handelsbanken (Vinell, 1996). Dessa bolag hade i många fall ett mycket heterogent bestånd med fastigheter av olika kategorier både i Sverige och utomlands och saknade till en början ofta en klar affärsidé och strategi. Detta var karaktäriserande för flertalet av de bolag som senare kom att avknoppas från bankerna.

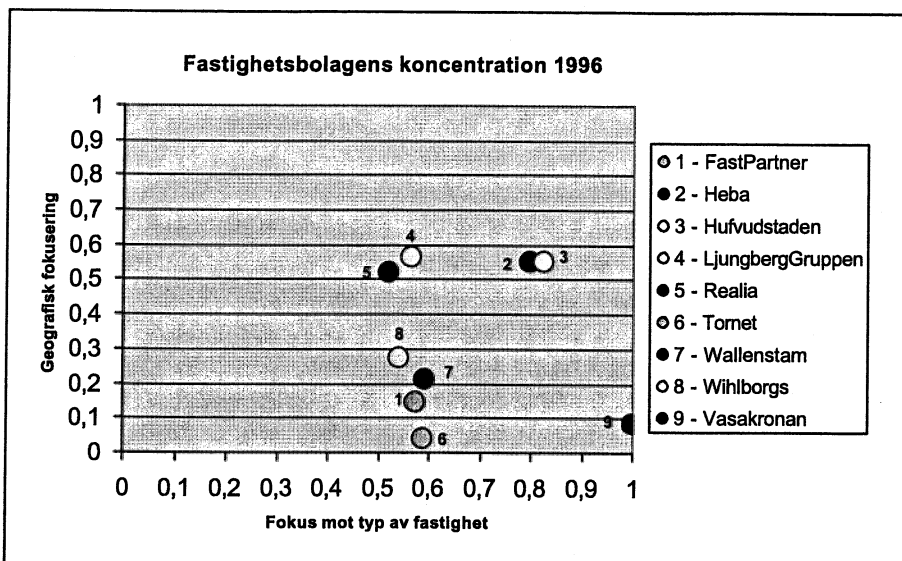
Ett tecken på den höga aktiviteten på fastighetsmarknaden är mängden börsintroduktioner, strukturaffärer, uppköp och sammanslagningar som skett de senaste åren. Detta gäller inte enbart de avknoppade bankbolagen. En allmän trend för industri- och tjänsteföretagen har varit att fokusera på kärnverksamheten och därmed sälja ut eller knoppa av fastighetsinnehavet. På detta sätt lade t ex Skanska en del av sina fastigheter, främst bostadsfastigheter, i ett separat bolag, Drott, och börsnoterade detta. De senaste åren har flera fastighetsföretag avnoterats från börsen på uppköp.

Framför allt i samband med börsintroduktioner kan det vara viktigt med ett fokuserat bestånd, och en klart formulerad affärsidé och strategi. Detta har gjort att många bolag, främst de gamla bankbolagen, har omstrukturerat sin portfölj genom att byta, köpa eller sälja fastigheter till andra bolag, för att bli mer attraktiva på marknaden inför börsnoteringen.

Nedan ges ett urval över viktiga händelser som skett på fastighetsföretagsmarknaden de senaste åren. Uppgifterna är hämtade från Constellator (Internet 4).

- *Platzer* - uppköpta av Ernströmgruppen (aug-01)
- *Diös* - uppköpta av AP Fastigheter (dec-00)
- *Diligentia* (börsnoterades 1998) - uppköpta av Skandia (aug-00)
- *Balder* (börsnoterades 1998) - uppköpta av Drott (april-00)
- *Humlegården* (börsnoterades 1998) - uppköpta av Länsfastigheter (dec-99)
- *PriFast* - uppköpta av Balder (maj-99)
- *Näckebro* (börsnoterades 1996) - uppköpta av Drott (nov-98)
- *Storheden* - uppköpta av Wihlborgs (aug-98)
- *Klövern* - uppköpta av Wihlborgs (feb-98)
- *Fabege* - uppköpta av Näckebro (dec-97)
- *SIAB* - uppköpt/sammanslaget med NCC (aug-97)
- *M2* - uppköpt/sammanslaget med Wihlborgs (jan-97)

Figur 1 nedan visar grad av fokusering avseende såväl geografisk delmarknad som fastighetskategori vid årsskiftet 1996/1997 för nio av de 16 bolag som ingår i studien. Att endast nio av de 16 bolag som ingår i studien finns representerade förklaras av att endast dessa var börsnoterade 1996/1997. Figuren är baserad på egna beräkningar av bolagens bestånd. Ju närmre det övre högra hörnet bolaget ligger, desto mer koncentrerat bestånd har man.



Figur 1. De undersökta bolagens koncentration år 1996

De flesta fastighetsbolag arbetar idag kontinuerligt med att utveckla sina strategier vilket kan ses om man studerar bolagens årsredovisningar. Motiven till strategierna kan naturligtvis variera men det övergripande syftet är att ge god avkastning, både avseende direktavkastning och värdeökning, för ägarna. Här blir aktiemarknadens reaktioner på företagets strategi av stor betydelse.

Tidigare forskning (Thermaenius & Trotzig, 1999) har visat att fastighetsbolagen, främst de börsnoterade, satsar allt mer på att koncentrera sin verksamhet till uttalade geografiska delmarknader samt öka koncentrationen mot en eller ett fåtal fastighetskategorier. Genom detta förfarande får man, åtminstone enligt teorin (se kapitel 2.3), flera fördelar och skapar bättre förutsättningar för att uppnå större finansiell och operationell effektivitet vilket ökar möjligheterna att uppnå en hög totalavkastning.

1.2 Frågeställning

Mot den bakgrund som beskrivits ovan kommer några olika strategier identifieras och beskrivas samt vilka för och nackdelar som finns med fokuserade bestånd. Bolagens bestånd avseende koncentration kommer att undersökas för att se om de följer sina affärsidéer och strategier, om den tidigare observerade fokuseringstrenden fortsätter samt om detta premieras av aktiemarknaden.

Problemet med den tidigare forskningen inom ämnet är att den endast speglar utvecklingen under en treårsperiod vilket begränsar möjligheterna att identifiera eventuella trender.

1.3 Syfte

Uppsatsens syfte är att:

- belysa svenska börsnoterade fastighetsbolags val av portföljstrategier,
- beräkna bolagens koncentration och identifiera eventuella trender,
- visa hur affärsidé och strategi påverkar portföljsammansättningen,
- undersöka om ökad fokusering leder till positiv kursutveckling och lägre substansrabatt på aktiemarknaden.

1.4 Metod

Litteraturstudier

Det inledande teorikapitlet är en genomgång av vad som tidigare skrivits inom ämnet och bygger på tryckta källor såsom böcker, uppsatser, rapporter och tidningsartiklar samt information från Internet. Med teorikapitlet som grund har hypoteserna formulerats.

Litteratursökning har skett genom LIBRIS, det nationella biblioteksdatasystemet, samt LOVISA, sökorgan för Lunds universitetsbibliotek. Diverse databaser har använts för att söka relevanta artiklar och rapporter inom ämnet. Information om tidigare examensarbeten har inhämtats från Institutionen för fastighetsvetenskap, LTH, Institutionen för infrastruktur, KTH samt Handelshögskolan, Stockholm. Litteratur har även införskaffats efter rekommendationer av handledarna.

Statistisk analys

För att utreda de olika fastighetsbolagen koncentration avseende geografiska delmarknader och typ av fastighet har ett koncentrationsindex, Herfindahl-Hirschman Index (HHI, se bilaga III), beräknats. Då underlag funnits (bolagen varit börsnoterade) har detta gjorts med underlag av de fastighetsförteckningar som presenteras i bolagens årsredovisningar för perioden 1996-2001. De framräknade värdena har sedan analyserats för respektive bolag för att identifiera eventuella trender samt klargöra om bolagen har följt sin affärsidé och strategi.

Enkätundersökning

En enkätundersökning har genomförts där personer från bolagens ledningsgrupper kontaktades per telefon och därefter gjordes ett utskick av enkäter (se bilaga IV) till samtliga bolag som ingår i studien. 15 av 16 bolag svarade, två av dem valde att vara anonyma.

Intervjuer

För att få en djupare förståelse för de bakomliggande motiven till strategierna och beslut avseende köp och försäljningar har intervjuer genomförts med fyra bolag. De utvalda är Mandamus, Kungsleden, Realia och LjungbergGruppen. Intervjuerna har i samtliga fall genomförts på respektive företag med personer som arbetar i ledningsgruppen.

Nyckeltalsanalys

För att se hur aktiemarknaden reagerat på strategierna avseende fokusering under den studerade tidsperioden har en analys av utvalda nyckeltal (kursutveckling, kurs/justerat eget kapital, p/e-tal) genomförts. Dessa nyckeltal jämförs med HHI för att upptäcka eventuella samband. De olika bolagen jämförs också sinsemellan för att se om fokuserade bolag har lägre substansrabatt än diversifierade.

1.5 Avgränsning

De strategier som behandlats i detta arbete är geografisk fokusering, fokusering avseende typ av fastighet samt fokus på riskjusterad avkastning då dessa till övervägande del används av de svenska, börsnoterade fastighetsbolagen.

Med avseende på strategierna ovan har 14 fastighetsbolag noterade på Stockholmsbörsen valts ut. Undantag har gjorts för Celtica som anses vara för litet för att vara representativt då de endast äger en option på att köpa en fastighet i Tyskland samt Columna som avnoterades från börsens O-lista i oktober 2001 och numera är noterat på Nordic Growth Market, Equity. Två icke börsnoterade fastighetsbolag har valts ut vilka kan tjäna som jämförelseunderlag. Dessa två har ett bestånd och en organisation som är jämförbara med de övriga bolagen och har dessutom tidigare omnämnts som möjliga kandidater till börsintroduktion.

En tidsmässig avgränsning har gjorts i det avseende att endast en sexårsperiod studerats, 1996-2001. Anledningen till den valda tidsperioden är att det anses vara först 1996 som effekterna från finans- och fastighetskrisens mattats ut.

Ytterligare avgränsningar har gjorts på så sätt att endast 4 bolag har valts ut för intervju. Bolagen har valts med avseende på deras strategier och fokuseringstrender samt kontaktpersonernas tillgänglighet. Inte heller görs en komplett undersökning av samtliga finansiella nyckeltal som kan tänkas förklara bolagens aktiekurser. De nyckeltal som valts att studera är kursutveckling, kurs/justerat eget kapital (vilket ger oss substansrabatten) samt p/e-tal. Dessa nyckeltal har valts då de anses mest relevanta då man studerar bolagens värdering på aktiemarknaden.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen torde vara av särskilt intresse för de börsnoterade fastighetsbolagen samt för andra aktörer på fastighetsmarknaden, t ex fastighetsbolag som överväger börsnotering, analytiker och institutionella placerare. Examensarbetet riktar sig även till studenter i högre årskurser inom fastighetsekonomisk utbildning, samt övriga med ett intresse för fastigheter och fastighetsekonomi.

1.7 Studiens tillförlitlighet

Till grund för uppsatsens ligger en stor mängd information från ett antal källor. Denna information har behandlats med flera olika metoder för att uppnå examensarbetets syfte. Nedan diskuteras de faktorer som kan tänkas påverka uppsatsens trovärdighet i respektive avsnitt.

Teori

Teoriavsnittet bygger främst på publicerad litteratur samt i mindre utsträckning information hämtad från Internet. De böcker/rapporter/upsatser som publicerats inom ämnet är i de flesta fall skrivna av personer med mångårig erfarenhet och stor kunskap om ämnet. De Internetkällor som använts är etablerade organisationer/myndigheter/tidskrifter. En brist är att det endast finns ett begränsat antal relevanta källor inom ämnet.

Statistiska undersökningar

Som underlag för de statistiska beräkningarna har bolagens årsredovisningar, närmare bestämt fastighetsförteckningarna, använts. Då tveksamheter i fastighetsförteckningarna förekommit har kontakt tagits med berört bolag för att utreda detta. I de fall bestånden inte redovisas på kommunnivå har korrigering gjorts för detta. Denna indelningsgrund anses tillförlitlig då kommungränserna är klart definierade i motsats till andra indelningsgrunder, t ex områdesindelning. Bestånden har också delats in i bostadsfastigheter respektive kommersiella fastigheter. Indexberäkningarna har genomförts med Herfindahl-Hirschman Index som grund. Detta index är ett statistiskt/ekonomiskt standardmått och resulterar i ett värde på bolagets koncentration.

Enkätundersökning/Intervjuer

Enkäten är sammanställd med teorin (Thermaenius & Trotzig, 1999) som grund samt efter diskussion med handledarna. Svarepersonerna har varit personer i ledande ställning inom bolagen som därmed kan anses ha god insikt i ämnet. Djupgående intervjuer har genomförts i fyra fall med de personer som besvarade enkäten eller någon annan person insatt i ämnet för att få en djupare insikt i motiven bakom val av strategi, mm. Frågeunderlaget är baserat på teori, den tidigare gjorda enkätundersökningen samt diskussioner med handledarna. För att få ett jämförbart resultat har samma frågor ställts till de fyra bolagen. Att endast genomföra intervjuer med fyra bolag kan diskuteras då detta endast täcker 25 % av de bolag som ingår i studien.

Marknadens reaktioner

De nyckeltal som ingår i undersökningen är hämtade från tidningen Affärsvärlden. Affärsvärlden är en väl ansedd affärstidning och genom att använda samma källa för de olika bolagens nyckeltal blir dessa enhetliga och därmed direkt jämförbara med varandra. Hur aktiemarknaden reagerar beror dock på ett flertal faktorer förutom fokusering/diversifiering. Dessa undersöks inte i uppsatsen vilket inte gör resultatet entydigt.

1.8 Disposition

Uppsatsen är principiellt uppdelad i fyra block;

1. *Inledning* – här beskrivs uppsatsens syfte, metod, avgränsningar, mm.
2. *Teori* – en sammanställning från olika källor av vad som tidigare skrivits inom ämnet. Här behandlas varför fastighetsbolag behöver affärsidé och strategi, vad som talar för respektive mot fokuserade bestånd, mm. Med teorin som bakgrund formuleras de hypoteser som ligger till grund för det fortsatta arbetet.
3. *Resultat och Analys* – detta block består av fyra kapitel där resultat och analys varvas.
 - "Fastighetsföretagens utveckling" där statistiska beräkningarna (HHI) ligger till grund för analys av fokuseringstrender.
 - "Vad ligger bakom strategierna" som innehåller en sammanställning och analys av vad som framkommit av enkätundersökningen samt under intervjuerna.
 - "Marknadens reaktioner" där finansiella nyckeltal analyseras och jämförs med fokuseringstrenderna för respektive bolag för att utläsa om ökad fokusering leder till positiv kursutveckling, minskad substansrabatt/ökad substanspremie samt stigande p/e-tal på aktiemarknaden.

- "Bolagens värdering" där bolagen kategoriseras och jämförs för att se om fokuserade bolag är högre värderade än diversifierade.
4. *Slutsats* – detta avsnitt knyts tillbaka till de tidigare uppställda hypoteserna för att se om dessa kan bevisas/förkastas av studien.

Utöver detta tillkommer sammanfattning, källförteckning, bilagor, mm.

2. Teori

Kapitlet inleds med en genomgång av varför det behövs affärsidéer och strategier i fastighetsbolag, t ex blir det enklare att få intressenter att satsa kapital i bolaget. Utformningen av ett företags strategiplan är en process där man kontinuerligt utvärderar och utvecklar vision, affärsidé, mål, strategi och taktik. Dessa fem element förklaras kortfattat. Den viktigaste delen av teorikapitlet behandlar motiven för att fokusera bestånd. Dessa delas upp i finansiella (portföljteori, finansiering, aktiens likviditet, enklare att analysera), operationella (rationella förvaltningsenheter, hyresgästens värderingar, monopolställning, information, kollektiva varor) samt övriga (ledningens kompetens, optimistiska bedömningar, lägre avkastningskrav, flockmentalitet). Motiven som talar mot fokuserade bestånd går kort igenom, följt av substansvärdets betydelse. Till sist kommer en presentation av de hypoteser som ligger till grund för det fortsatta arbetet.

2.1 Varför behövs affärsidéer och strategier i fastighetsbolag?

Den svenska fastighetsmarknaden är differentierad. I stället för en enhetlig marknad finns det ett stort antal avgränsade lokala marknader där det gäller att erbjuda kunderna individuella, flexibla lösningar samt god service för att kunna konkurrera på bästa sätt. Detta har gjort det nödvändigt för fastighetsbolagen att alltmer tänka på och aktivt jobba med strategisk planering för att överleva och utvecklas positivt. Skälen till att bolagen behöver en tydlig strategisk plan är bl a att:

- En välformulerad affärsidé och strategi kan göra det enklare att få intressenter att satsa kapital och resurser på företaget.
- Få bolaget att satsa resurser på aktiviteter som ökar dess konkurrenskraft.
- Skapa balans mellan den kortsiktiga, dagliga verksamheten och den långsiktiga planeringen.
- Få en ökad mental beredskap för att hantera snabba omvärldsförändringar.
- Profilerar bolaget.
- Involvera och engagera samtliga medarbetare i bolagets utveckling.
- Öka den kundupplevda kvaliteten.

(Fernström, 2000)

Strategi syftar till att reducera riskerna och samtidigt stärka företagets relativa styrka, med andra ord att nå konkurrensfördelar. Det långsiktiga syftet med strategin är att finna positioner som går att försvara. Dessa positioner ska ligga till grund för bolagets fortsatta verksamhet. Strategisk verksamhet handlar inte om att planera framtida beslut, utan om vilka strategiska beslut som måste fattas i dagsläget för att företaget ska kunna uppfylla de mål och ambitioner som bör finnas uttalade i företagets (ledningens) vision och affärsidé. (Liljedahl, 2000)

2.2 Vision, affärsidé, mål, strategi och taktik

Utformningen av ett företags strategiplan är en process där man kontinuerligt utvärderar och utvecklar bolagets vision, affärsidé, mål, strategi och taktik. Dessa fem element ska inte ses som enskilda moment utan är ömsesidigt beroende av varandra.

I bilaga II redogörs för de valda bolagens affärsidé respektive strategi.

2.2.1 Vision

Visionen utgör starten för den strategiska processen. Det är ägarnas/ledningens uppgift att formulera sin ambitionsnivå, en realistisk framtidsbild av företaget. Visionen fungerar som en guide för att organisationen ska utvecklas i rätt riktning. Rätt formulerad skapar den en drivkraft som visar vägen, utmanar och styr mot framtidsbilden. (Liljedahl, 2000)

Många av de bolag vi studerat har inte formulerat någon tydlig vision i sina årsredovisningar. Ett bolag som formulerat en vision är Drott (Drott årsredovisning, 2000): ”Drotts vision är att bli Sveriges mest attraktiva fastighetsbolag för hyresgästerna, för ägarna och för medarbetarna.”

2.2.2 Affärsidé

Affärsidén ska på ett kortfattat, tydligt sätt beskriva företagets verksamhet och sätta upp ramar och begränsningar för denna verksamhet. Genom att läsa företagets affärsidé ska man förstå hur företaget vill tillfredställa kunderna på ett unikt, särskiljande och konkurrensöverlägset sätt. Affärsidén utgör underlag för formulering av mål och strategi vilket gör det till en viktig strategisk uppgift för ledningen att definiera denna. (Liljedahl, 2000)

Vi låter här Hufvudstadens affärsidé belysa det som sagts ovan (Hufvudstaden årsredovisning, 2000): ”Hufvudstaden ska i egna fastigheter i centrala Stockholm och centrala Göteborg erbjuda framgångsrika företag högkvalitativa kontors- och butikslokaler på attraktiva marknadsplatser.”

2.2.3 Mål

Mål krävs för att styra företaget i rätt riktning. För att överleva på lång sikt bör målet för varje företag alltid vara att tillgodose kundernas behov och önskemål. Mål är till för att uttrycka det konkreta och mätbara resultatet av företagets ambitioner och uttrycks i prestationsnivåer som företaget ska nå upp till. (Liljedahl, 2000)

Mål ska vara (Liljedahl, 2000):

- Rangordnade – mål för nyckelarbetsuppgifter bör prioriteras.
- Mätbara – möjliggör kontroll och feedback.
- Tidsbestämda – det bör det alltid finnas en tidsgräns då målet ska vara uppfyllt.
- Ansvarsspecificerade – vem ansvarar för måluppfyllelse.
- Entydiga – klart definierade mål förenklar arbetet.
- Realistiska – orealistiska mål motiverar ingen.
- Motiverande – stimulerar ansvar och delaktighet.

Samtliga studerade bolag har på ett mer eller mindre tydligt sätt formulerat mål för sin verksamhet. Som exempel används Tornets målbeskrivning (Tornet årsredovisning, 2000): ”Substansvärdet efter latent skatt ska minst uppgå till 200 kr per aktie. Förvaltningsresultatet ska vara minst 140 Mkr. Räntabiliteten på eget synligt kapital ska årligen vara mer än 10 %.”

2.2.4 Strategi

När man använder ordet strategi i företagsekonomiska sammanhang handlar det om ”konsten att utnyttja företagets resurser i syfte att uppnå företagets mål”. Affärsidé, mål och strategi är

nära förknippade. Vid det praktiska strategiarbetet arbetar man ofta med mål- och strategiformulering samtidigt. (Bengtsson & Skärvad, 1988)

Varje företag bör tydligt redovisa sina strategier. T ex har Pandox formulerat strategier avseende såväl fokusering mot typ av fastighet som portfölj- och expansionsstrategi. (Pandox årsredovisning, 2000)

Strategibegreppets utveckling

Företagsstrategi som begrepp introducerades i Sverige under 1960-talet och kallades då långsiktsplanering. Arbetet inriktades på att, med utgångspunkt från prognoser och framtidsbedömningar, utforma långsiktiga planer för företagets verksamhet. En svaghet var beredskapen att hantera oväntade händelser. Långsiktsplanering ersattes allt mer av strategisk planering. Planeringsperioderna blev kortare, arbetet mindre omfattande och mer flexibelt och koncentrerades på att analysera kunder och konkurrenter samt det egna företagets styrkor och svagheter. Strategisk planering ersattes senare av strategisk ledning. Man betonade nu ledningens, på organisationens alla nivåer, ansvar för mål och strategier. Numera förknippas strategibegreppet med konkurrensfördelar, företagets position relativt kunder och konkurrenter och hur denna position kan förbättras, samt hur resurserna ska fördelas. (Bengtsson & Skärvad, 1988)

På vilka nivåer inom företagen utformas strategi

Ledningens viktigaste funktion är att styra och kontrollera företaget på ett sätt som garanterar dess fortsatta verksamhet och framgång. Den övergripande strategin utformas av ledningen för senare beslut av styrelsen (Liljedahl, 2000).

Strategiutveckling

Då man arbetar med strategiutveckling finns det olika tillvägagångssätt, t ex Mintzbergskolan och Porterskolan. Nedan redogörs för fyra olika tillvägagångssätt.

Formell strategisk planering – i *analysfasen* görs en inventering av det egna företaget. Varje företag har någon form av organisation för att samla in nödvändiga data, ofta kopplad till en SWOT-analys (Strengths, Weaknesses, Options, Threats). Informationen ger ledningen en överblick över de strategiska möjligheter som står till buds samtidigt som man får hjälp med att fastställa det strategiska utgångsläget. I *formuleringsfasen* används SWOT-analysen som grund för att formulera mål och strategier som sedan genomförs och följs upp i *genomförandefasen*. (Bengtsson & Skärvad, 1988)

Strategiskt tänkande – strategier grundas på kreativa och entreprenörsbetonande insikter i företaget och dess omgivning. Man saknar alltså ett formellt tillvägagångssätt utan följer ett mer intuitivt spår. (Bengtsson & Skärvad, 1988)

Strategisk beredskap och beslutskraft – strategin grundas på en mental och organisatorisk beredskap som gör det möjligt att snabbt utnyttja de tillfälliga möjligheter som dyker upp. (Bengtsson & Skärvad, 1988)

Organisatorisk inläring – strategin grundas på en inlärningsprocess. Tidigare lyckade och misslyckade beslut analyseras för att man ska lära sig och använda sig av dessa. (Bengtsson & Skärvad, 1988)

2.2.5 Taktik

Taktiken syftar till att säkerställa strategin och förverkliga målen. Det är den praktiska tillämpningen av strategin. Målen bryts ner och omvandlas till handlingar. (Liljedahl, 2000)

Inget av de studerade bolagen redovisar en klart formulerad taktik i sina årsredovisningar vilket hade varit önskvärt ur ett informationsperspektiv då det kunnat underlätta analyser av bolagen.

2.3 Motiv för att fokusera bestånd

Nedan följer en genomgång av de motiv som kan ligga bakom fastighetsbolagens strävan att fokusera sina bestånd. Kapitel 2.3 följer Hans Linds "Jakten på det optimala fastighetsbeståndet" som använts som källa då inget annat anges.

Genomgången av motiven delas upp enligt;

- Finansiella
- Operationella
- Övriga

De finansiella motiven är de som kan påverka bolagets finansiella effektivitet, dvs hur väl ett bolag fyller sin funktion som investeringsobjekt. Dessa faktorer påverkar bolaget i stort snarare än de enskilda fastigheter som ingår i dess bestånd. Den finansiella effektiviteten påverkar bl a bolagets kapitalkostnader. De operationella motiven är de som kan påverka den operationella effektiviteten, dvs hur effektivt verksamheten bedrivs. Genom att uppnå operationell effektivitet kan man öka intäkterna och sänka kostnaderna, med andra ord avser man här de faktorer som kan påverka fastigheternas driftnetto. (Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen, 1999)

Under övriga motiv kommer ett antal mer subjektiva faktorer in som t ex ledningens framtidsbedömningar.

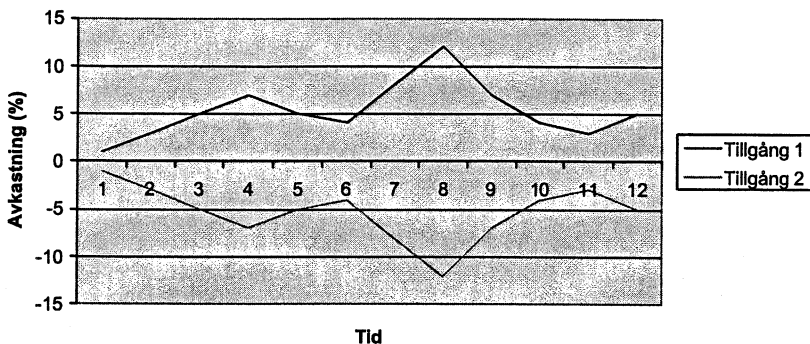
2.3.1 Finansiella motiv

Portföljteori

För fastighetsföretag är det en viktig strategisk fråga vilken uppsättning fastigheter, portfölj, man ska investera i. Portföljteorins grundtanke (Markowitz, 1959) är att man med hjälp av en genomtänkt sammansättning av olika tillgångar kan minska portföljens totala risk utan att minska dess förväntade avkastning. Genom rätt diversifiering kan ett företag alltså optimera sin portfölj och uppnå samma avkastning men till lägre risk. Alternativt kan företaget uppnå högre avkastning till samma risk. Detta höjer portföljens och därmed företagets värde.

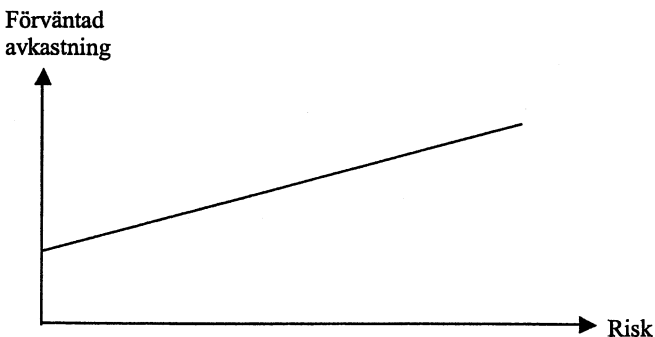
Markowitz anses vara grundaren till modern portföljvalsteori. Han definierade en placerings risk som avkastningens variation. Risken kan uttryckas via statistiska termer som varians och standardavvikelse. En hög varians i avkastning innebär större osäkerhet om placeringens förväntade avkastning jämfört med ett alternativ med lägre varians. Ett företag med en väldiversifierad fastighetsportfölj, där de ingående fastigheternas avkastning inte korrelerar med varandra, har en mindre riskabel avkastning än ett företag som endast äger ett fåtal fastigheter. Med fastighetsportfölj menar vi här en kombination av ett antal fastigheter inom samma företag, men givetvis kan företaget även investera i aktier eller andra tillgångar för att minska sin totala risk.

Man vill helst uppnå en negativ korrelation mellan de olika fastigheternas avkastning, d v s att de ingående fastigheternas avkastning inte samvarierar. Då fastigheterna har olika avkastningsmönster blir portföljens totala risk lägre än det vägda genomsnittet för de individuella tillgångarna tillsammans. Om vi har en portfölj med endast två tillgångar skulle man kunna eliminera risken helt genom att välja tillgångar vars avkastning har en perfekt negativ korrelation, d v s då en tillgångs avkastning ökar så minskar den andra tillgångens avkastning i motsvarande grad (se figur 2 nedan).



Figur 2. Sambandet mellan avkastning och korrelation för en portfölj med två tillgångar

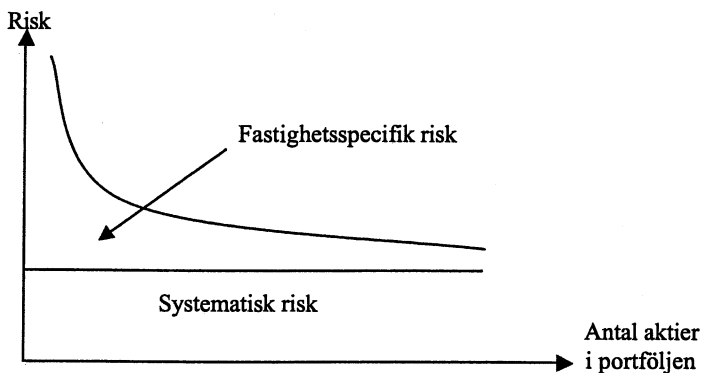
Inför varje investeringsbeslut bör man ta hänsyn till risk och avkastning. Figur 3 nedan visar på sambandet mellan dessa. Här ser man att kravet på avkastning ökar ju större risk man förknippar med investeringen. Anledningen till att kurvan börjar en bit upp på y-axeln är att man förväntar sig en viss avkastning även på ett riskfritt placeringsalternativ. Kurvans lutning varierar beroende på den enskilde investerarens riskbenägenhet. Kurvans positiva lutning tyder på investerarens riskaversion, att man vanligtvis vill ha ökad avkastning för ökad risk.



Figur 3. Sambandet mellan avkastning och risk

Man skiljer mellan olika slags risk. Enligt CAPM-ansatsen ("Capital Asset Pricing Model") består en portföljs totala risk dels av företags- eller fastighetsspecifik risk, dels av marknads- eller systematisk risk. Den fastighetsspecifika risken är den risk som är förknippad med det enskilda objektet och kan i en väldiversifierad portfölj avsevärt reduceras och t o m

elimineras. Den systematiska risken kan aldrig diversifieras bort. Om t ex fastighetsskatten höjs påverkar detta hela marknaden, om än i olika utsträckning för de enskilda objekten.



Figur 4. Diversifieringens effekt på total risk

Ett fastighetsföretag kan genom att använda sig av portföljteori minska sin totala risk utan att minska avkastningen vilket är positivt. Man kan då fråga sig varför inte alla företag använder sig av portföljteori fullt ut. En invändning som ofta hörs mot detta är att diversifiering görs bäst av den enskilde investeraren. Om företagen istället fokuserar sina bestånd till en klart avgränsad marknad är det sedan upp till den enskilde investeraren om denne vill diversifiera sin portfölj genom att investera i företaget. Ett par argument kan nämnas mot denna invändning, åtminstone när det gäller "småsparare". Den enskilde investeraren har oftast redan en stor del "fastigheter" i sin portfölj då denne kanske äger en bostadsrätt eller villa. Dessutom kan privatpersoner investera i fastighetsbolag som ett sätt att sprida risken i sitt totala aktieinnehav. Då prioriteras inte riskspridning inom fastighetsbranschen genom att investera i två eller flera fokuserade bolag.

Finansiering

Beslut avseende investeringar och hur dessa ska finansieras är av stor vikt för företagen då dessa ger upphov till betydande in- och utbetalningar över lång tid. En fastighets avkastning påverkas till stor del av hur den är finansierad. För varje fastighet strävar därför ett företag efter att hålla de finansiella kostnaderna så låga som möjligt. Frågan är hur företagets finansieringsmöjligheter påverkas av fastighetsportföljens struktur.

Kostnaderna förknippade med att ta upp ett lån är till viss del fasta. Detta gäller för långgivare såväl som för låntagare. Att låna ett stort belopp blir då mer fördelaktigt då dessa kostnader kan slås ut på fler kronor. Detta kan motivera företagen att bli stora på sin marknad. För ett stort företag eller ett företag med en fokuserad portfölj borde det vara lättare att hitta en långgivare som är villig att låna ut stora belopp till förmånliga villkor då detta bolag kan uppfattas som säkrare än ett företag med en spridd portfölj.

De senaste åren har det blivit allt vanligare med nya finansieringsformer. Ett exempel på detta är värdepapperisering. Värdepapperisering innebär att man omvandlar relativt homogena tillgångar med förutsägbara betalningsflöden till obligationer eller andra lätt omsättningsbara värdepapper (Prop 2000/01:19). För fastighetsföretag, och andra företag som äger illikvida tillgångar, är det främsta motivet för att utnyttja värdepapperisering att det skapar likviditet.

Det har även visat sig att mindre företag får bättre finansieringsvillkor via värdepapperisering än genom vanliga lån (Vinell, 1996).

Det har också blivit allt vanligare att företag använder sig av olika derivatlösningar för att i viss mån gardera sig mot ränterisken istället för att binda sina lån under lång tid.

Lån i utlandet är en annan finansieringsform som används mer och mer. Sverige är bara en liten del i den internationella kreditmarknaden och de senaste åren har möjligheterna att låna utomlands ökat. Standard & Poor's (S & P) är ett internationellt företag som utför kreditvärderingar på företag såväl som länder. Vasakronan är ett av de svenska fastighetsföretagen som värderats av S & P. Den rating som S & P ger företag påverkar till stor del kreditgivarnas inställning till att låna ut kapital. I och med detta kan det även till viss del påverka företagets strategi. Genom att analysera företagets affärsosäkerhet och finansiella osäkerhet kommer S & P fram till en rating (Trask, 2000). Affärsosäkerheten hänger samman med faktorer som påverkar hyra, drift, underhåll samt fastighetens marknadsvärde. Den finansiella osäkerheten hänger samman med att fastigheten vanligtvis finansieras till stor del av främmande kapital (Bejrums & Lundström, 1996). De faktorer som S & P analyserar är i huvudsak marknadsposition, fastigheternas kvalitet avseende främst läge och typ, operativ stabilitet, strategi samt ledningens expertis (Trask, 2000). Dessa är i sin tur uppdelade i en mängd delfaktorer.

En analys av dessa faktorer visar att det är fördelaktigt för företag att ha en klar strategi och ett fokuserat bestånd. En bättre kreditrating medför ökade möjligheter att låna kapital, främst utomlands, till bättre villkor.

Aktiens likviditet

För att ett företags aktier ska framstå som attraktiva för en placerare är det viktigt att aktierna går att köpas och säljas relativt lätt och därför är det viktigt att aktierna är likvida, dvs de har hög omsättning på börsen. Vissa större placerare kräver även att ett företags börsvärde ska överstiga en viss nivå för att de överhuvudtaget ska bli intressanta att satsa på. De vill kunna placera en betydande summa pengar när de investerar och helst ska detta vara möjligt att göra utan att kusen påverkas nämnvärt samtidigt som man undviker att få en "kontrollpost" eller aktiemajoritet i bolaget. Därför bör bolagen ha uppnått en viss storlek samt ha ett bestånd som attraherar börsens aktörer.

Enklare att analysera

Värdet av ett fastighetsbolag bestäms av vilket driftnetto det förväntas få och vilken risk som finns. Risk är alltså ett centralt begrepp. När det gäller fastigheter finns risker knutna till en rad objektiva faktorer som t ex fastighetskategori och läge, men även med hur lätt det är att analysera bolaget. Ett heterogent bestånd gör det svårare för potentiella aktieköpare att bedöma företagets nuvarande och framtida bestånd. En del fastighetsbolag är relativt små och skulle de då sälja vissa av sina fastigheter avseende typ eller läge skulle det kunna leda till att bolagets karaktär förändrades avsevärt. Ett företag med en klar affärsidé och strategi samt ett fokuserat bestånd blir lättare att analysera korrekt och bör därmed också bli mer intressant för investerare. Det ger också ökade möjligheter för investerarna att själva diversifiera sina portföljer.

2.3.2 Operationella motiv

Rationella förvaltningsenheter

Sambandet mellan fastighetsbeståndets sammansättning och driftkostnadernas nivå är tydligt. Om man utgår från att man har en viss andel personal och ett visst antal maskiner är det önskvärt att kunna utnyttja dessa maximalt. Ett större bestånd ger möjlighet till detta och leder samtidigt till att man kan använda mer specialiserad personal vilket kan öka effektiviteten, och därmed sänka kostnaderna, i förvaltningen. Är beståndet däremot litet innebär det ofta att samma person får sköta flera uppgifter och vissa av dessa blir då mindre bra sköta p g a att rätt kunskap saknas. Även en så pass liten post som transportkostnader i samband med drift blir lägre i ett väl sammansatt bestånd. Vid en upphandlingssituation är det också fördelaktigt med rationella förvaltningsenheter då det framför allt ger möjligheter till mängdrabatt.

Hur pass viktigt det är att uppnå rationella förvaltningsenheter påverkas av möjligheterna att lägga ut förvaltningen på entreprenad. Där det finns möjligheter att lägga ut delar av eller hela förvaltningen på entreprenad kommer det förvaltade beståndets struktur att bli viktigare än beståndet hos en enskild ägare för att uppnå en effektiv förvaltning. Har entreprenören möjlighet att samordna driften av beståndet med andra objekt leder detta sannolikt till ett lägre pris.

Det finns både för och nackdelar med att lägga ut förvaltning på entreprenad. Genom "outsourcing" kan man minska kostnaderna då underleverantören har stordriftsfördelar, man behöver inte binda så mycket kapital och investeringsbehovet minskar. Man uppnår en ökad grad av flexibilitet och det ger ökade möjligheter att möta krav på kundanpassning. Företaget behöver ej heller oroa sig för att personal står sysslolös när det råder sämre tider.

De fördelar man uppnår genom att ha förvaltningen i egen regi är t ex att man har större kontroll över fastigheterna, man kan utifrån detta arbeta med långsiktiga lösningar som anpassas till kunderna och fastigheterna. Man behåller kompetensen inom företaget och genom att företagets egen personal förvaltar fastigheterna underlättas även kontakten med kunderna. (Thermaenius & Trotzig, 1999)

Under början av nittioalet utfördes 90 % av förvaltningen av företagen själva, d v s i egen regi. Det betyder att endast 10 % av förvaltningsverksamheten utfördes av entreprenörer. I detta avseende var Sverige unikt jämfört med övriga Europa där 90 % av förvaltningen drivs av externa förvaltare. (Fernström, 1994) Hur dessa siffror ser ut i dagsläget är dock mer oklart.

Det finns naturligtvis en viss gräns för hur stort beståndet kan bli innan s k "skalnackdelar" uppstår. Blir beståndet för stort måste man kanske hyra in eller anställa extra personal för att kunna sköta förvaltningen. Problem kan även uppstå då det blir svårare att styra organisationen ju större den är, vilket innebär att driftkostnaderna kan komma att öka.

Attraktivt bestånd ur hyresgästperspektiv

Ett bolags bestånd kan påverka kundens värdering av en enskild lokal. Då ett bolag har ett stort bestånd kan man som hyresvärd lättare erbjuda en hyresgäst alternativa lokaler/bostäder i en situation då hyresgästen t ex behöver expandera eller flytta. Därför kan fastighetsägarens bestånd påverka värderingen av en specifik lokal/bostad redan då hyresgästen vet att han i framtiden kan komma att behöva flytta. En skötsam hyresgäst kan i detta fall räkna med att bli bra behandlad när denna situation uppstår. Samtidigt är det troligt att transaktionskostnaderna kan minskas om man byter till en lokal/bostad hos samma fastighetsägare. Hyresgästen behöver t ex inte själv söka upp tillgängliga lokaler och kostnaderna för kontraktsskrivning

minimeras. Ett långsiktigt samarbete leder ofta till ett gemensamt förtroende för varandra. Flyttar man till en ny fastighetsägare är det inte lika lätt att utnyttja detta förtroendekapital. Detta sammantaget kan leda till att hyresgästen är beredd att betala lite mera för den nuvarande lokalen/bostaden.

Monopolställning

Att vara ett bland "de stora bolagen" på en viss delmarknad kan vara av stor betydelse. Det ger inte ensamt möjlighet att påverka hyresnivån men det man säger kan ha betydelse för vad andra företag gör. Fastighetsägaren kan t ex vara med och minska riskerna för ett eventuellt priskrig i en fallande konjunktur samt vara en naturlig samtalspartner för en kommun i stadsplaneärenden etc. Extremfallet är när fastighetsägaren är så stor på den lokala marknaden att en monopolställning uppstår. Detta gör det möjligt att ta ut monopolhyra. Eftersom varje fastighet är unik och transaktionskostnaderna relativt höga finns det en risk att en sådan situation uppstår, speciellt på en liten marknad där alternativen är få. Har en monopolsituation väl uppstått kan den bestå under en lång period eftersom det tar lång tid för nya aktörer att etablera sig på marknaden.

Att vara ett bland de stora kan också ha betydelse när det gäller att attrahera hyresgäster, då en större aktör kan upplevas som mer ekonomisk stabil än en liten. Där inverkar faktorer som service, underhåll, ombyggnader och nyinvesteringar som kan upplevas som mer tillförlitliga hos ett större företag.

Det finns även situationer då det kan ha sina fördelar med att vara liten på en marknad. I en fallande konjunktur där de stora bolagen väljer att hålla hyran uppe och acceptera relativt höga vakanser, kan de små bolagen sänka sina hyror och därmed undvika vakanser. Eftersom bolaget är litet kan de därmed undvika att ta ansvar för marknaden som helhet.

Information

Information är en resurs. En resurs som tillsammans med arbete, kapital och kompetens ger förutsättningar för att producera utrymme med service. Information har ett värde och en kostnad. För varje fastighetsföretag gäller det att utnyttja all den information som finns tillgänglig, internt inom företaget och externt på marknaden, på bästa sätt, d v s på det sätt som ger det bästa ekonomiska utfallet. (Lundström, 1990)

Nedan diskuteras information endast ur företagets perspektiv, ej hyresgästens.

Kostnaderna för att inhärmta och analysera information kan uppgå till stora belopp. Ju fler marknader ett företag finns representerat på, desto mer och olikartad information måste samlas in till högre kostnaderna. Det gör det fördelaktigt för ett företag att fokusera sin portfölj på en eller ett fåtal geografiska delmarknader. Med ett koncentrerat bestånd kan man lägga ner större resurser på insamling och bearbetning av information avseende den aktuella delmarknaden, minska risken, och på så sätt få konkurrensfördelar jämfört med övriga företag. Kostnaderna är till stor del fasta. Att göra t ex en marknadsanalys kostar lika mycket oavsett om företaget har en eller tio fastigheter på den aktuella delmarknaden. Med ett fokuserat bestånd kan man alltså slå ut denna kostnad på fler enheter vilket blir billigare för företaget.

Även då företaget fokuserar sin portfölj mot en viss typ av fastighet kan man se klara fördelar ur ett informationsperspektiv. Fokuseringen gör att man kan bygga upp en specialkompetens inom branschen. Ett exempel på detta är de nischade hotellfastighetsbolagen. Genom att vara

specialiserade kan de bättre utnyttja den tillgängliga informationen, de får en ökad förståelse angående hotellmarknaden och dess aktörer, och utmärker sig på så sätt jämfört med andra fastighetsföretag. Detta gäller givetvis även nischade bolag inom andra branscher.

Information är också en tillgång vid förhandlingar. Genom att ha god kunskap angående förhållandena på den lokala marknaden, såväl vad det gäller utbud/efterfrågan som kundens behov och verksamhet, kan det bli lättare att hitta en passande hyresgäst och skriva kontrakt som är till fördel för båda parter. Detta leder till ökade intäkter för företaget och nöjda hyresgäster. För att ett fastighetsföretag ska kunna utvecklas i ett längre perspektiv är det viktigt att kontinuerligt inhämta och analysera information samt föra en dialog med hyresgästerna. Även då företaget agerar på entreprenadmarknaden kan tillgång till god information och kunskap om marknaden göra det lättare att hitta "rätt" entreprenör vilket pressar kostnaderna.

Möjlighet att investera i "kollektiva varor"

En lokal kan vara mer eller mindre attraktiv beroende på hur området i övrigt ser ut. Om en gata eller ett torg utformas på ett bra sätt kan detta leda till att lokalen värderas högre. Detta gäller även bostadsfastigheter. Områden med väl fungerande skolor och centrum, upplysta gångvägar som skapar trygghet, mm har visats sig vara mer attraktiva än områden där detta ej är lika utvecklat.

Fastighetsägarorganisationer, företagsföreningar m fl har här gemensamma intressen att bevaka och se till att åtgärder blir genomförda även om de inte är lönsamma för den enskilde fastighetsägaren/företagaren i sig.

I situationer där det kan vara svårt att samverka med andra eller t ex när en kommun har ont om pengar, kan det finnas fördelar med att vara en stor aktör. Är fastighetsägaren tillräckligt stor kan det nämligen löna sig för denne att rusta upp t ex ett torg eller bidra till att en skolas kvalitet förbättras för att därmed höja attraktiviteten på sina egna fastigheter.

2.3.3 Övriga

Ledningens kompetens

En effektiv marknad karaktäriseras av (Hägg 1990);

- att ny information samtidigt når alla marknadens aktörer,
- att alla aktörer är lika skickliga bedömare,
- samt att alla aktörer ständigt följer prisutvecklingen och anpassar sitt innehav därefter.

Den svenska fastighetsmarknaden kan inte kallas effektiv. Detta beror bl a på informationsproblem och transaktionskostnader. På en ineffektiv fastighetsmarknad får företagens och framför allt ledningens kompetens stor betydelse. En kompetent ledning kan skaffa sig ett övertag jämfört med sina konkurrenter. Detta övertag blir större ju bättre företaget kan utnyttja den information de får. Då företagets portfölj är diversifierad blir mängden information större och det blir svårare för ledningen att tillgodogöra sig informationen och bibehålla ett övertag. Ledningens kompetens och en effektiv organisation kommer också att påverka driftnettot då kunskapen kan utnyttjas för att öka hyresintäkterna och/eller sänka drift- och underhållskostnaderna. Ett högre driftnetto gör att man kan acceptera ett högre pris. Fastigheten blir alltså mer värd om den ägs av ett företag med kompetent ledning och där fastigheten ingår i ett välfokuserat bestånd.

Mer optimistiska bedömningar

Marknaden styrs inte enbart av objektiva faktorer sammanhängande med beståndssammansättning, förvaltningsstrategier och tillgång till information utan även av subjektiva faktorer och det enskilda företags/ledningens bedömningar. Ett visst företag kanske har en mer optimistisk bedömning avseende den allmänna ekonomiska utvecklingen eller om utvecklingen för en viss delmarknad eller fastighetskategori och kan då vara villigt att betala ett högre pris för en fastighet som passar in i en sådan portfölj. Sen kan man alltid fråga sig om den bedömning man gjort är realistisk och varför säljaren som ju är mer välinformerad tror att fastigheten är mindre värd än man själv tror.

Lägre avkastningskrav

Ett företag med lägre avkastningskrav är villigt att betala ett högre pris för en fastighet än företag med högre avkastningskrav. Enligt teorin ska man kunna bestämma rätt avkastningskrav utifrån avkastningen på andra tillgångar med likartad risk. I praktiken finns det dock faktorer som gör att avkastningskraven varierar, t ex att ett företag har en svag ägare eller att ledningen av någon anledning vill expandera.

Flockmentalitet

Marknaden karaktäriseras ibland av "flockmentalitet". Om marknads alla aktörer, framför allt analytikerna, anser att den enda region värd att investera i är t ex Sundsvall finns det anledning för företagen att koncentrera sitt bestånd till denna region då detta kommer att påverka framtida förväntningar på bolaget i positiv riktning. Utifrån ett kortsiktigt perspektiv kan det alltså vara försvarbart att följa "modet" för att höja analytikernas värdering av bolaget. Att denna inställning kanske inte grundas på fundamentala data eller om företaget självt inte är av samma åsikt spelar då ingen roll utan det kan ändå vara värt att fokusera beståndet mot Sundsvall. Men på lång sikt blir det farligt då de faktiska förutsättningarna på denna marknad kanske inte är de bästa.

2.4 Vad talar mot fokusering

Det finns också ett antal skäl som talar mot fokuserade bestånd. Listan nedan (Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen, 1997) är inte heltäckande utan belyser bara det faktum att det också finns motiv som talar mot att företag fokuserar sitt bestånd.

- Ett flertal av de svenska fastighetsbolagen är små, de har ett litet bestånd. För dessa kan det vara viktigare att först och främst uppnå ökad volym och därmed åtnjuta de fördelar detta innebär istället för att prioritera ett fokuserat bestånd.
- Hög fokusering medför hög grad av beroende gentemot en eller ett fåtal marknader. Detta medför i sin tur ökad risk.
- Institutionella investerare och utländska investerare ser inte Sverige som en avgränsad marknad utan betraktar snarare hela Norden som en väl definierade marknad. Nyttan av att fokusera sitt bestånd till en avgränsad marknad inom Sverige blir då begränsad.
- Att uppnå rationella förvaltningsenheter kan vara svårt då fastighetsmarknaden på vissa orter, särskilt inom en vis typ av fastighet, är liten.

- Genom att fokusera på ett koncentrerat marknadssegment kan man gå miste om, åtminstone kortsiktigt, fördelaktiga affärer utanför detta segment.

2.5 Vad påverkar bolagens värdering

Ett centralt begrepp i värdering av fastighetsbolag är substansvärdet som ger en mer rättvisande bild av storleken på bolagets egna kapital än fastigheternas bokförda värde. Substansvärdet speglar värdet av ett företags tillgångar (fastigheternas marknadsvärden) minus dess skulder. Man tar även hänsyn till justeringar av balansposter såsom latent skatt, låneportfölj, etc. Substansvärdet, även kallat justerat eget kapital, jämförs ofta med börsvärdet för att få fram exempelvis en akties potential. (Internet 3)

Man kan fråga sig om fastighetsaktier är undervärderade i förhållande till fastigheter. Svenskt Fastighetsindex (SFI) mäter totalavkastningen med fastigheternas marknadsvärde som kapitalbas. Totalavkastningen för fastigheter utgörs av summan av fastigheternas direktavkastning och värdeförändring. För fastighetsaktier utgörs totalavkastningen av utdelning och kursökning. Under 1997-2000 har både direkta (fastighetsförvärv) och indirekta (förvärv av aktier i fastighetsbolag) fastighetsplaceringar nått en årlig avkastning på cirka 16 %. (Internet 2)

För flertalet fastighetsbolag är dess börskurs lägre än värdet på dess tillgångar. Värderingen skiljer sig dessutom åt mellan de olika bolagen. För våra studerade bolag var den genomsnittliga substansrabatten 10 % vid årsskiftet 2000/2001. Under den studerade tidsperioden har detta nyckeltal varierat mellan 5 och 22 %.

Att fastighetsbolagen på börsen är undervärderade kan under vissa förutsättningar vara motiverat. Det beror bl a på kapitalstrukturen, verksamhetens inriktning och medarbetarnas kompetens. Som investerare kan man välja mellan direkta eller indirekta fastighetsplaceringar. Avgörande för detta val är;

- för- och nackdelarna med direkt ägande jämfört med indirekt ägande,
- bolaget värdering på aktiemarknaden.

Då fördelarna med indirekt ägande är stora blir den rabatt som en investerare kräver för att investera i fastighetsaktier låg. (Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen, 2000)

Fördelar med indirekt ägande:

- Ett börsnoterat bolag har möjlighet att bygga upp specialistkompetens vilket medför effektivare förvaltning.
- Ett fokuserat eller stort bolag kan uppnå en stark marknadsposition och kan lättare utnyttja stordriftsfördelar.
- Icke-likvida fastigheter omvandlas till likvida aktier.

Nackdelar med indirekt ägande:

- Dubbelbeskattning – både bolagets vinst och aktieägarnas utdelning beskattas.
- Merkostnader för central administration inom bolaget.
- Lägre grad av kontroll, särskilt i de fall där bolaget har en dominerande huvudägare. (Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen, 2000)

Dessa faktorer kan bidra till att fastighetsbolagen inte handlas till sitt "rätta" värde, d v s substansvärdet. Men det finns också andra tänkbara förklaringar, t ex bolagens storlek (bolagen är för små), aktiernas låga likviditet samt att fastighetsaktier påverkas, åtminstone kortsiktigt, mera av den allmänna börsutvecklingen än av fastighetsmarknaden. (Affärsvärlden, 1999²)

En annan faktor att ta hänsyn till är den osäkerhet som marknadsvärdesbedömningar är förknippade med. En rabatt på 10 % kan vara motiverad då osäkerheten på marknadsvärdesbedömningen av bolagets fastigheter är +/- 10 %.

Leimdörfer & Partners (Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen, 2001) har visat vilka faktorer som faktiskt påverkar värderingen av fastighetsbolag. Bland de faktorer som studerats finns fastighetsbeståndets fokusering mot geografisk delmarknad och typ av fastighet, aktiens likviditet, ledningens kompetens, bolagens strategi, m fl. Dessa faktorer har undersökts statistiskt m h a multipel regressionsanalys för att identifiera de faktorer som har störst inverkan på värderingarna. Resultatet av analysen blev att justerad soliditet, renodlingsindex (koncentration mot typ av fastighet) och aktiens likviditet tillsammans förklarar 85 % av skillnaderna i värdering mellan de olika bolagen. De övriga 15 % kan förklaras av andra faktorer eller bero på en slumpmässig variation. I samma studie har man också visat att sannolikheten för att låg justerad soliditet och högt renodlingsindex har en positiv inverkan på värderingen är nästan 100 %. Att minska den justerade soliditeten genom återköp av egna aktier ska därför leda till ökat börsvärde. Detsamma gäller för en ökad fokusering av beståndet till en viss fastighetskategori. Däremot verkar faktorer som beståndets geografiska koncentration samt kapitalplaceringarnas uppfattning om strategi och ledning inte ha någon påverkan.

Att beståndets fokusering mot typ av fastighet påverkar aktiemarknadens värdering framkommer också i en annan undersökning. I ett examensarbete från Handelshögskolan i Stockholm (Hansen & Norlin, 1999) kommer författarna fram till att det finns starka bevis för att aktiemarknaden värderar fokuserade bolag högre än diversifierade bolag och att det ur värderingssynpunkt är viktigare att vara fokuserat mot typ av fastighet än att vara geografiskt fokuserat.

Fastighetsbolagens substansrabatt och skillnaderna i denna värdering mellan de respektive bolagen motiverar därmed frågan om det är möjligt att förbättra värderingen genom olika åtgärder. T ex borde stora, fokuserade bestånd göra ett bolag, och dess aktie, mer attraktivt och på det sättet minska substansrabatten. Bolag med välfokuserade portföljer borde därmed värderas högre än bolag med diversifierade portföljer. Dessutom borde en eventuell substansrabatt minska då bolaget blir mer fokuserat.

2.6 Sammanfattning av teoridelen

Den svenska fastighetsmarknadens struktur har gjort det nödvändigt för fastighetsbolagen att aktivt jobba med strategisk planering. Skäl som talar för en tydlig strategisk plan är bl a att en välformulerad affärsidé och strategi kan göra det enklare att få intressenter att satsa kapital och resurser på företaget, man profilerar bolaget, samt skapar balans mellan den dagliga verksamheten och den långsiktiga planeringen. (Fernström, 2000)

Utformningen av ett företags strategiplan är en process där man kontinuerligt utvärderar och utvecklar bolagets vision, affärsidé, mål, strategi och taktik.

- Visionen utgör starten för den strategiska processen. Den ska fungera som en guide för att organisationen ska utvecklas i rätt riktning. (Liljedahl, 2000)
- Affärsidén ska beskriva företagets verksamhet och sätta upp dess ramar och begränsningar. Den beskriver hur företaget vill tillfredsställa kunderna på ett unikt och konkurrensöverlägset sätt. (Liljedahl, 2000)
- Målen styr företaget. De ska vara rangordnade, mätbara, tidsbestämda, ansvarsspecificerade, entydiga, realistiska och motiverande. (Liljedahl, 2000)
- Strategi handlar om "konsten att utnyttja företagets resurser i syfte att uppnå företagets mål". (Bengtsson & Skärvad, 1988)
- Taktik är den praktiska tillämpningen av strategin. Målen bryts ner och omvandlas till handlingar. (Liljedahl, 2000)

Det finns ett antal motiv som talar för fokuserade bestånd (Lind, 2000). Dessa kan delas upp i:

- Finansiella – portföljteori, finansiering, aktiens likviditet samt enklare att analysera.
- Operationella – rationella förvaltningsenheter, attraktivt bestånd ur hyresgästperspektiv, monopolställning, information samt möjlighet att investera i kollektiva varor.
- Övriga – ledningens kompetens, mer optimistiska bedömningar, lägre avkastningskrav samt flockmentalitet.

Det finns också ett antal motiv som talar mot fokusering och fokuserade bestånd (Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen, 1997). Exempel på dessa kan vara:

- Prioritera ökad volym istället för fokusering.
- Hög fokusering => beroende av en eller ett fåtal marknader => ökad risk.
- Internationella investerare kan se Sverige och Norden som en avgränsad marknad och nyttan av att fokusera mot en avgränsad marknad inom Sverige blir då begränsad.
- Delmarknadernas storlek kan göra det svårt att uppnå rationella förvaltningsenheter.
- Man kan gå miste om fördelaktiga affärer utanför det prioriterade segmentet.

Flertalet fastighetsaktier är undervärderade och värderingen mellan de olika bolagen skiljer sig åt. Under vissa förutsättningar kan detta dock vara motiverat. Det beror bl a på kapitalstrukturen, verksamhetens inriktning och medarbetarnas kompetens. (Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen, 2000)

Tidigare forskning har funnit starka bevis för att aktiemarknaden värderar fokuserade bolag högre än diversifierade bolag. Detta gäller särskilt för fokusering mot typ av fastighet. Genom att öka beståndets fokusering mot en viss typ av fastighet kan man därmed öka bolagets börsvärde och minska substansrabatten på marknaden.

2.7 Hypoteser

Mot den teoretiska bakgrunden har följande hypoteser ställts upp:

- H1 De börsnoterade fastighetsbolagens affärsidéer och strategier avseende geografisk fokusering återspeglas i deras portföljsammansättning.**
- H2 De börsnoterade fastighetsbolagens affärsidéer och strategier avseende fokusering mot typ av fastighet återspeglas i deras portföljsammansättning.**
- H3 Ökad fokusering leder till positiv kursutveckling och högre värdering på aktiemarknaden.**

3. Valda strategier

Kapitlet inleds med en diskussion kring begreppet fokuseringsstrategi eftersom såväl fokusering som strategi kan ges olika innebörd beroende på hur det används. Därefter följer en genomgång av de strategier som ingår i studien, vad dessa innebär samt exempel på bolag som använder sig av dessa. Slutligen redovisas en sammanfattning över vilka bolag som använder sig av vilken/vilka strategier.

Inledningsvis förtydligas vad som i detta arbete menas med begreppet "*fokuseringsstrategi*" då detta begrepp är centralt för arbetet och kan ges olika innebörd. Två fall avses:

1. Då bolaget har ett diversifierat bestånd som man vill koncentrera till ett antal prioriterade delmarknader (geografiskt och/eller kategorimässigt). För att åstadkomma denna önskade koncentration har man därför en uttalad fokuseringsstrategi.
Ex. Tornet hade vid bolagets bildande ett mycket diversifierat bestånd samt en önskan om att fokusera detta. Bolagets strategi blev därför att nästan halvera beståndet till antal genom selektiva försäljningar och fokusera på ett mindre antal prioriterade orter.
2. Då bolaget redan har uppnått önskad fokusering på en eller flera delmarknader och därefter endast investerar på dessa marknader för att upprätthålla koncentrationen.
Ex. Hufvudstaden som redan har ett bestånd koncentrerat till utvalda marknader och därför inte har ett behov av ytterligare koncentring. Framtida förvärv sker därför i huvudsak på dessa marknader.

Rent företagsekonomiskt innefattar begreppet strategi (=konsten att utnyttja företagets resurser i syfte att uppnå företagets mål) kanske inte båda dessa fall, men fortsättningsvis då begreppet fokuseringsstrategi användes avses båda fallen.

De flesta börsnoterade fastighetsbolagen har de senaste åren satsat på en ökad fokusering både avseende geografisk fokusering som fokusering med avseende på fastighetskategori. De flesta bolag har numera en uttalad affärsidé samt strategi där fokusering behandlas.

Nedan redovisas de strategier som ingår i studien samt vilka bolag som använder sig av vilken/vilka strategier. För en utförligare redovisning av bolagens affärsidéer och strategier, se bilaga II. Informationen är hämtad från bolagens årsredovisningar för år 2001.

3.1 Strategi avseende geografisk delmarknad

Denna strategi avser då ett företag valt att fokusera sitt bestånd på en eller flera avgränsade geografiska delmarknader. Definitionen, och därmed storleken, av en geografisk delmarknad kan dock variera mellan bolagen. Vanligtvis är fastigheterna redovisade på Orts-, kommun- eller regionnivå.

Nästan samtliga utvalda bolag har någon form av fokuseringsstrategi gällande geografiska delmarknader. De flesta börsnoterade fastighetsbolagen satsar på olika tillväxtregioner i Sverige. Stora aktörer som Drott, Vasakronan och Wihlborgs satsar framför allt på

Stockholms-, Öresunds- och Göteborgsregionerna. Wihlborgs strategi säger att "... marknadpositioner i Öresund och Stockholm ska befästas och ytterligare stärkas genom koncentration till utvalda marknadssegment...". De tre storstadsregionerna är dominerande men det förekommer även fokusering till andra geografiska delmarknader, främst universitetsorter, residensstäder och regionala centra. Till nästan uteslutande del satsar bolagen på ett flertal regioner.

De två nischade hotellfastighetsbolagen Pandox och Capona skiljer sig något från övriga bolag, men båda kan sägas ha en strategi avseende geografiska delmarknader. Capona säger att "Hotellfastighetsportföljen ska koncentreras till storstadsregioner och till regionstäder i Norden". Även Pandox har en likartad strategi.

Det finns också bolag med en mycket vagt formulerad fokuseringsstrategi. I Atriums strategi ingår att få en geografisk koncentration av bolagets fastigheter till ett område söder om axeln Gävle-Borlänge-Karlstad.

3.2 Strategi avseende typ av fastighet

Denna strategi avser då ett företag valt att koncentrera sitt bestånd på en eller flera fastighetskategorier. Med fastighetskategori avses i detta arbete t ex bostadsfastigheter eller kontorsfastigheter. Även här har bolagen olika uppdelning av fastigheterna i kategorier.

Att ha en konkret strategi avseende fokusering mot typ av fastighet är inte lika vanligt bland de studerade bolagen. Många bolag, t ex Realia, Drott och Wallenstam, äger ett blandat bestånd bestående av såväl bostäder som kommersiella fastigheter. Ett naturligt motiv till detta är att man får god riskspridning i beståndet. Realia skriver i sin årsredovisning "För att nå en god riskspridning bör cirka hälften av fastighetsbeståndet bestå av kommersiella lokaler". Att satsa på ett blandat bestånd anses inte vara en fokuseringsstrategi.

Fastighetsbolag som Hufvudstaden och Vasakronan har inriktat sig på endast kommersiella fastigheter. I Hufvudstadens affärsidé ingår att "... erbjuda framgångsrika företag högkvalitativa kontors- och butikslokaler...". Mandamus skiljer sig från mängden med en mycket uttalad satsning på bostadsfastigheter.

Capona och Pandox är nischade bolag som är helt inriktade på hotellfastigheter.

3.3 Strategi avseende riskjusterad avkastning

Denna strategi avser då ett företag fokuserar på den avkastning fastigheten ger, inte var den är belägen eller vilket kategori den tillhör. Den har sin teoretiska förankring i modern portföljteori. Man eftersträvar högsta möjliga avkastning till lägsta möjliga risk.

Kungsleden är det enda börsnoterade bolag som inte satsar på någon/några uttalade marknader, utan deras strategi fokuserar endast på avkastningen. Enligt årsredovisningen ingår i deras strategi att "med utgångspunkt i befintligt bestånd och genom köp och försäljningar säkerställa en långsiktig hög avkastning". Även Mandamus och Wihlborgs kan sägas ha en strategi som, åtminstone delvis, fokuserar på avkastning.

3.4 Bolagens strategier

De fastighetsbolag som ingår i studien är utvalda på grund att de använder sig av minst en av de ovan beskrivna strategierna. Ofta används en kombination av fokusering mot geografisk delmarknad och fokusering mot typ av fastighet. I två fall används till och med en kombination av samtliga tre strategier. Att ett bolag inte har formulerat någon strategi avseende risk och avkastning betyder dock inte att det inte tar hänsyn till dessa faktorer vid investeringssituationer.

För att på ett tydligt sätt sammanfatta de valda bolagens strategier redovisas i tabell 1 vilken/vilka strategier respektive bolag anses ha. Uppställningen är baserad på den information som bolagen redovisar i sina årsredovisningar för år 2001. De olika strategierna vävs dock ofta in i varandra och en klar uppdelning mellan respektive strategi saknas ibland.

	Geografiska delmarknader	Typ av fastighet	Avkastning
Atrium	x	x	
Capona	x	x	
Castellum	x	x	
Drott	x		
FastPartner	x	x	
Heba	x	x	
Hufvudstaden	x	x	
Kungsleden			x
LjungbergGruppen	x		
Mandamus	x	x	x
Pandox	x	x	
Realia	x		
Tornet	x		
Vasakronan	x	x	
Wallenstam	x		
Wihlborgs	x	x	x

Tabell 1. Fastighetsbolagens strategier

4. Fastighetsbolagens utveckling

I detta kapitel presenteras det resultat avseende geografisk koncentration och koncentration mot typ av fastighet som beräknats m h a Herfindahl-Hirschman Index, följt av en analys för respektive bolags indexvärden och trender jämfört med deras affärsidéer och strategier.

4.1 Har fastighetsbolagen blivit mer fokuserade?

4.1.1 Inledning

Fastighetsbranschen har traditionellt varit mycket splittrad med ett stort antal ägare som äger fastigheter spridda över en stor geografisk marknad. De senaste åren har det blivit mer aktuellt att fokusera bestånden, såväl mot mer avgränsade geografiska delmarknader som mot vissa typer av fastigheter, för att öka dess värde.

Nedan analyseras, m h a Herfindahl-Hirschman Index, de utvalda bolagen för att se om det finns en trend mot ökad fokusering. Indexet är ett statistiskt standardmått som kan användas för att beräkna graden av fokusering avseende geografisk delmarknad och fokusering avseende typ av fastighet. Resultatet blir ett mått på bolagets koncentration. Ju högre värde, desto högre koncentration. Genom att göra årliga beräkningar kan man utläsa om det finns en trend mot ökad fokusering. Beräkningarna grundar sig på den information som redovisas i bolagens årsredovisningar. För information angående beräkning av HHI, se bilaga II.

4.1.2 Resultat – Geografisk koncentration

För att kunna jämföra de olika bolagen med varandra har en enhetlig uppdelning av geografiska delmarknader gjorts i arbetet. De valda delmarknaderna är kommuner då dessa är tydligt avgränsade och definierade. I de fall bolagen inte redovisar fastighetsinnehavet uppdelat på kommunnivå har en korrigering för detta skett genom att dela in fastigheterna enligt vilka kommuner de är belägna inom. De indexvärden som har beräknats kan i och med detta användas dels för att illustrera utvecklingen inom respektive bolag, dels för att jämföra de olika bolagens koncentration med varandra. En begränsning med att använda kommunerna som indelningsgrund är att den inte säger något om hur pass centralt, och därmed attraktivt, fastigheterna är belägna inom kommunerna. I arbetet har dock inte hänsyn tagits till detta. En annan begränsning med kommunindelningen är att många företag snarare satsar på utvalda regioner än utvalda kommuner. T ex skulle Malmö och Lund kunna anses tillhöra samma region och inte ses som åtskilda kommuner. Företag som satsar på utvalda regioner får då ett lägre indexvärde med en kommunindelning än om en regionuppdelning skulle användas. När det gäller fastigheter i utlandet betraktas varje land som en "kommun". Denna uppdelning kan diskuteras, men då de flesta bolag endast har en mycket liten andel fastigheter i utlandet anses denna uppdelning inte få någon påverkan på slutresultatet.

Tabell 2 nedan visar indexvärdena avseende geografisk fokusering för de bolag som ingår i studien för respektive år bolagen varit börsnoterade. Beräkningarna är baserade på de fastighetsförteckningar bolagen redovisar i sina årsredovisningar (alltså per den XX-12-31). Genom att studera siffrorna från år till år kan man utläsa om ett bolag gått mot ett mer

fokuserat bestånd eller mot ett mer diversifierat. I analysdelen redovisas dessutom indexvärden för respektive bolag i form av ett linjediagram för att ytterligare tydliggöra utvecklingen.

Geografisk fokusering						
Företag	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Castellum	-	0,020	0,024	0,023	0,022	0,024
Drott	-	-	0,136	0,141	0,159	0,278
FastPartner	0,147	0,134	0,185	0,149	0,160	0,162
Héba	0,552	0,593	0,592	0,614	0,614	0,653
Hufvudstaden	0,444	0,649	0,409	0,717	0,716	0,719
LjungbergGruppen	0,346	0,253	0,251	0,249	0,265	0,271
Mandamus	-	-	0,039	0,048	0,052	0,055
Realia	0,103	0,099	0,070	0,055	0,062	0,068
Tornet	0,038	0,041	0,047	0,052	0,065	0,077
Wallenstam	0,213	0,229	0,240	0,241	0,282	0,281
Wihlborgs	0,275	0,174	0,146	0,148	0,153	0,154
Capona	-	-	-	0,055	0,053	0,055
Pandox	-	0,101	0,070	0,057	0,055	0,058
Kungsleden	-	-	-	0,026	0,030	0,033
Atrium	-	-	-	0,197	0,185	0,160
Vasakronan	0,083	0,215	0,195	0,221	0,225	0,302

Tabell 2. HHI avseende geografiska delmarknader

Tabellen läses från vänster till höger för respektive bolag och ökande indextal innebär en ökad fokusering och vice versa. Lodrätt kan man för respektive år jämföra de olika bolagens koncentrationsindex.

4.1.3 Resultat – Koncentration mot typ av fastighet

Bolagens uppdelning avseende typ av fastighet är ofta olika. T ex kan ett bolag gruppera Industri/Lager i en separat kategori, medan ett annat bolag inkluderar Lager under kategorin Övrigt. För att få en relevant jämförelse mellan bolagen har en uppdelning gjorts i bostäder respektive kommersiella lokaler.

Genom denna uppdelning kan beräknade indexvärden användas dels för att illustrera utvecklingen inom respektive bolag, dels för att jämföra de olika bolagen med varandra. Hotellfastighetsbolagens uppdelning avviker från övriga bolag. Här har den uthyrningsbara ytan i stället delats upp i hotell respektive övrigt.

Tabell 3 visar indexvärdena avseende fokus mot typ av fastighet för de bolag som ingår i studien för respektive år bolagen varit börsnoterade. Beräkningarna är baserade på de fastighetsförteckningar bolagen redovisar i sina årsredovisningar (alltså per den XX-12-31). Genom att studera siffrorna från år till år kan man utläsa om ett bolag gått mot ett mer fokuserat bestånd eller mot ett mer diversifierat. I analysdelen redovisas dessutom indexvärdena för respektive bolag i form av ett linjediagram för att ytterligare tydliggöra utvecklingen.

Fokus mot typ av fastighet						
Företag	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Castellum	-	0,707	0,745	0,796	0,836	0,876
Drott	-	-	0,516	0,512	0,594	0,583
FastPartner	0,573	0,572	0,615	0,606	0,625	0,623
Heba	0,797	0,806	0,809	0,808	0,802	0,802
Hufvudstaden	0,823	0,777	0,959	0,945	0,945	0,945
LjungbergGruppen	0,563	0,642	0,652	0,652	0,667	0,677
Mandamus	-	-	0,534	0,583	0,607	0,643
Realia	0,520	0,542	0,518	0,505	0,500	0,501
Tornet	0,588	0,585	0,577	0,577	0,571	0,587
Wallenstam	0,592	0,572	0,554	0,519	0,523	0,519
Wihlborgs	0,541	0,657	0,562	0,570	0,597	0,639
Capona	-	-	-	0,905	0,917	0,916
Pandox	-	0,800	0,833	0,835	0,829	0,831
Kungsleden	-	-	-	0,858	0,907	0,849
Atrium	-	-	-	0,921	0,923	0,920
Vasakronan	1,000	0,947	0,945	0,966	0,950	0,967

1) Under 1996 redovisade Vasakronan ej bostäder.

Tabell 3. HHI avseende koncentration mot typ av fastighet

Tabellen läses från vänster till höger för respektive bolag och ökande indextal innebär en ökad fokusering och tvärt om. Lodrätt kan man för respektive år jämföra de olika bolagens koncentrationsindex.

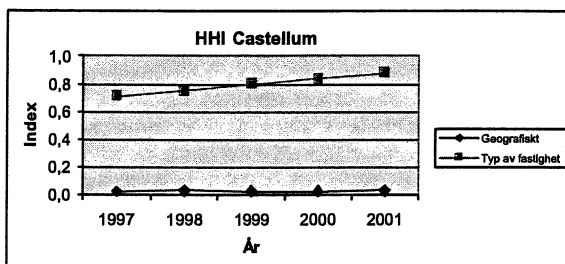
4.2 Analys

Castellum

Castellums strategi vid börsintroduktionen 1997 var att beståndet ska bestå av svenska fastigheter i geografiska områden med god utvecklingspotential där tillräcklig volym kan uppnås för rationell förvaltning. Denna strategi har inte förändrats till idag. Indexvärdena har under den studerade tidsperioden legat i princip konstanta. Detta förklaras av att bolagets bestånd var väl fokuserat redan vid börsintroduktionen och man inte ansett att man haft något behov av att genomföra ytterligare fokusering. Anledningen till att indexvärdena är så låga som ca 0,2 beror på vår indelningsgrund. Castellum utesluter dock inte en ytterligare fokusering av beståndet.

När det gäller typ av fastighet har strategin under den studerade tidsperioden varit att beståndet till större delen ska bestå av kommersiella fastigheter med lokaler för kontor, butiker, lager och industri. Bostadsfastigheter ska ägas i centrala och attraktiva lägen, men dess andel av beståndet ska minska. I överensstämmelse med strategin pekar indexvärdena på en tydlig uppåtgående trend. Ökningen kan förklaras av den successivt minskade andelen bostäder i beståndet.

Castellums strategi för fastighetsbeståndet, främst när det gäller typ av fastighet, har följts mycket väl under den studerade tidsperioden vilket reflekteras i HHI.



Figur 5. HHI för Castellum 1996-2001

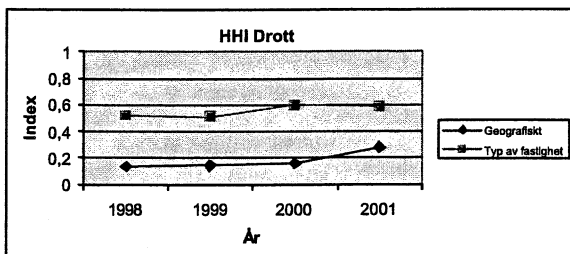
Drott

För Drott har indexvärden beräknats sedan 1998 då bolagets börsnoterades. Drott satsade då på att koncentrera beståndet och därigenom uppnå en marknadsledande ställning på valda delmarknader. Strategin var att koncentrera beståndet till tio tillväxtorter inom Sverige med tyngdpunkt på storstadsregionerna samt ha en stor andel bostäder. År 2000 preciserades den strategiska satsningen till att fokusera på Stockholmsregionen och lägga större vikt vid kommersiella fastigheter. Numera är det de tre storstadsregionerna som gäller, utan fokus på någon viss fastighetskategori.

Drott strategiska satsningar kan utläsas i deras indexvärden. Under 1998 genomfördes ett förvärv av Närkebro samt strukturaffärer med Tornet och FastPartner i enlighet med bolagets strategi. Dessa affärer medverkade till att öka bolagets koncentration vilket dock inte kan ses i analysen då värden för 1997 inte tagits med. Antalet transaktioner har även därefter varit stort. Värt att notera är att Drott under år 2000 förvärvade Balder (241 fastigheter) utan att detta innebar diversifiering eftersom samtliga fastigheter låg inom Drotts prioriterade marknader. Indexvärdena för geografisk fokusering har kontinuerligt ökat, det senaste året med ett anmärkningsvärt hopp då bolaget avyttrade sitt bestånd i 37 kommuner.

Drott har ingen strategi avseende fokus mot viss typ av fastighet. Man har valt att satsa på både kontor och bostäder. Då bolaget inte har någon direkt strategi avseenden typ av fastighet blir inte heller eventuella förändringar i indexvärden lika intressanta att studera. HHI har pendlat upp och ned vilket reflekterar avsaknaden av strategi. Fördelningen ligger numera på 70 % kommersiella lokaler och 30 % bostäder.

Under de fyra år som har studerats kan man utläsa en fokuseringstrend avseende geografiska delmarknader vilket visar att Drott handlar i enlighet med sin strategi.



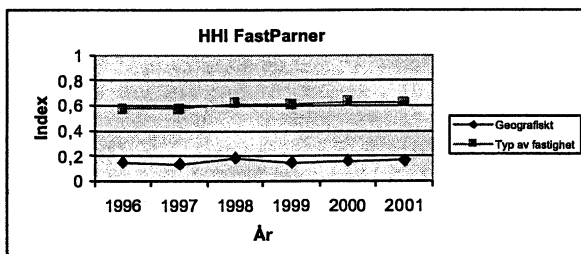
Figur 6. HHI för Drott 1998-2001

FastPartner

FastPartners affärsidé och strategi har i princip varit oförändrad under den studerade tidsperioden. Bolaget är koncentrerat mot Stockholm, Göteborg och Gävle. Strategiskt ska man satsa på expansiva orter. Det hade dock varit önskvärt med en tydligare definition av vilka orter man prioriterar. Framst vill man utveckla beståndet i Stockholm. Linköpingsfastigheterna avyttrades under 2000. Beståndet i Norge är dessutom under avveckling. Indexvärdena avseende geografisk fokusering har de senaste tre åren pekat uppåt vilket tyder på att bolaget blir mer fokuserat i enlighet med sin strategi.

För den kategorimässiga koncentrationen ser trenden i stort sett likadan ut, d v s en liten ökning. Andelen bostäder har under den studerade tidsperioden kontinuerligt minskat. Indexvärdena har under de senaste tre åren ökat något till följd av detta. Detta stämmer väl överens med strategin att prioritera kommersiella fastigheter och projektfastigheter i Stockholm.

Vid analys av HHI kan man se att FastPartner har följt sin affärsidé och strategi under den studerade tidsperioden.



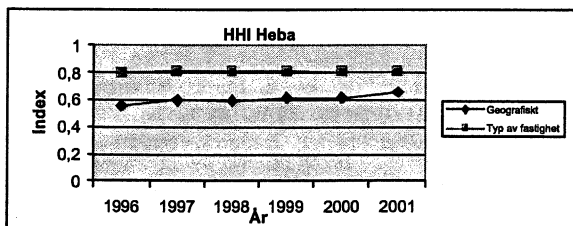
Figur 7. HHI för FastPartner 1996-2001

Heba

Heba hade ingen uttalad strategi de första två åren. Redan då var bolaget mycket fokuserade, såväl geografiskt som kategorimässigt. Bolaget genomförde fortsatta strategiska satsningar inom sina prioriterade marknader (bostadsfastigheter i Stockholm, Lidingö, Borlänge och Västerås). 1998 redovisar man för första gången sin strategi i årsredovisningen; de fastigheter som förvärfvas ska komplettera det bestånd bolaget har av flerbostadshus i Stockholmsområdet. År 2000 utvecklas strategin ytterligare. Efterhand som beståndet av bostadsfastigheter i Stockholmsområdet ökar aktualiseras frågan om att sälja fastigheterna i

Borlänge och Västerås liksom fastigheterna med ett dominerande inslag av kommersiella lokaler.

Hebas affärsidé och strategi kan tydligt utläsas i deras indexvärden. Den geografiska fokuseringen visar en i princip uppåtgående trend under hela tidsperioden. När det gäller fokuseringen mot typ av fastighet ligger denna i enlighet med bolagets redan mycket fokuserade bestånd relativt konstant kring 0,8. Bolagets strategi om att ytterligare fokusera beståndet har ännu inte fått någon större genomslagskraft i indexen.



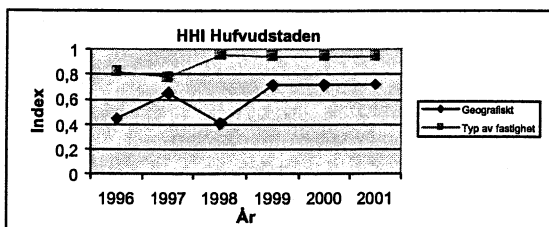
Figur 8. HHI för Heba 1996-2001

Hufvudstaden

Hufvudstaden har tidigare ägt ett stort utländskt bestånd såväl som fastigheter i Stockholm och Göteborg. Under den studerade tidsperioden har bolagets strategi successivt förändrats till att koncentrera verksamheten till centralt belägna kommersiella fastigheter i Sverige med tyngdpunkt mot Stockholm. Den internationella verksamheten lades därmed i ett separat bolag som skiftas ut till aktieägarna. Detta återspeglas tydligt i indexvärdet för 1997 års geografiska koncentration som då gör ett mycket stort hopp. I och med förvärvet av NK Cityfastigheter 1998 sänks Hufvudstadens geografiska indexvärde avsevärt då de förutom fastigheter i Stockholm och Göteborg även får fastigheter i 4 icke prioriterade orter. Under 1999 avyttrades dessa och bolaget fick återigen branschens klart högsta koncentrationsvärde, ett värde som legat relativt konstant sedan dess.

När det gäller den kategorimässiga koncentrationen har Hufvudstaden även här uppvisat relativt konstanta värden. Redan vid början av vår studerade tidsperiod hade bolaget en tydlig koncentration mot kommersiella fastigheter. Andelen bostäder i beståndet var mycket lågt och har sedan dess minskats ytterligare. Sedan 1998 har indexvärdena legat mycket högt, avsevärt högre än för de andra bolagen. Bolaget har då sålt de sista av sina renodlade bostadsfastigheter. Förvärvet av NK Cityfastigheter innebar dessutom en avsevärd utökning av kommersiella lokaler till beståndet.

Sammanfattningsvis kan man säga att Hufvudstaden har följt sin affärsidé och strategi mycket väl och att detta tydligt slår igenom på indexvärdena.



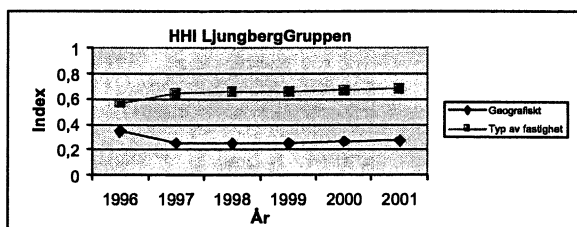
Figur 9. HHI för Hufvudstaden 1996-2001

LjungbergGruppen

LjungbergGruppens strategiska inriktning är att äga och förvalta såväl bostäder som kommersiella lokaler i Stockholmsregionen vilket också klart kan ses i deras fastighetsinnehav. Denna strategi har bolaget haft under hela den studerade tidsperioden. När det gäller indexvärdena avseende geografisk koncentration gjordes ett hopp mellan 1996 och 1997 då bolaget förvärvade ett större bestånd i Nacka vilket medförde ett lägre koncentrationsvärde. De senaste två åren har indexvärdena ökat vilket främst beror på ökad koncentration till Stockholm. LjungbergGruppen har ett litet bestånd och få transaktioner per år vilket medför att en relativt liten ökning i antalet kvadratmeter får stor genomslagskraft i indexvärdena.

När det gäller fokus mot typ av fastigheten kan en svagt ökande trend ses. Detta trots att bolaget inte har någon fokuseringsstrategi avseende typ av fastighet.

Sammanfattningsvis kan man säga att det är svårt att uttyda en trend mot vare sig ökad fokusering eller diversifiering när det gäller geografiska delmarknader. Trenden avseende fastighetskategori är inte ett resultat av en medveten strategisk satsning.

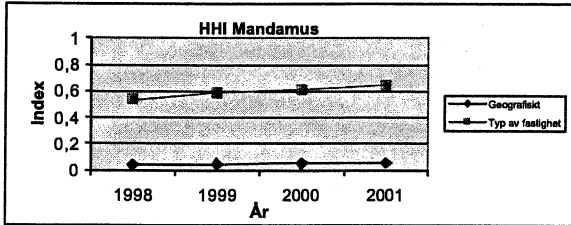


Figur 10. HHI för LjungbergGruppen 1996-2001

Mandamus

Mandamus var redan vid börsintroduktionen ett bolag med hög fokusering mot bostäder. Dock var deras bestånd spritt både inom och utom Sverige vilket resulterade i ett lågt indexvärde avseende geografisk fokusering. Mandamus strategi har varit att genom försäljningar och byten koncentrera beståndet till 15-20 prioriterade orter i södra och mellersta Sverige. Fastigheter på ej utvalda orter ska avyttras och för dessa pengar ska ytterligare investeringar göras i de prioriterade orterna. Denna fokuseringsstrategi kan tydligt utläsas då man analyserar indexvärdena avseende geografisk delmarknad som konsekvent ökat. Mandamus nuvarande strategiska mål är att lägst 75 % av beståndet ska vara koncentrerat till 4 utvalda regioner.

Även indexvärdena avseende typ av fastighet har markant ökat vilket är helt i enlighet med deras strategi att ha en hög andel bostäder i beståndet (> 90 %). Mandamus har hela tiden haft en konsekvent strategiska satsning på bostäder. Sedan börsintroduktionen 1998 tyder våra beräkningar på att Mandamus har följt denna fokuseringsstrategi mycket väl.



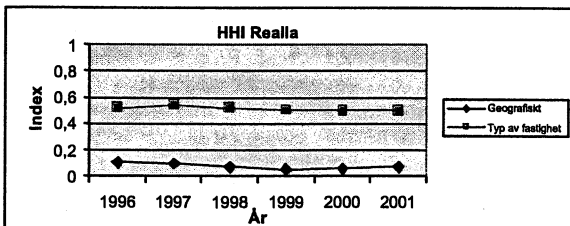
Figur 11. HHI för Mandamus 1998-2001

Realia

Realia har under den studerade tidsperioden inte haft någon konsekvent, tydlig strategi. Målsättningen har i inledningsskedet varit att expandera, men dock främst inom prioriterade marknader. Strategin i dagsläget innebär fokus på tillväxtmarknader. Bolaget är numera koncentrerat på fem geografiska regioner med tillväxtpotential där man kan nå en marknadsledande position. I samband med förvärv av större bestånd har Realias geografiska diversifiering ökat men i möjlig mån har förvärv inom de prioriterade orterna gjorts och de oprioriterade orterna lämnats. Indexvärden har under den studerade tidsperioden visat en neråtgående trend för att de senaste två åren vända uppåt.

När det gäller typ av fastighet har Realias strategi sedan 1997 inneburit en satsning på en välbalanserad blandning mellan bostäder och kommersiella lokaler. Indexvärden pekar på en svagt neråtgående trend som dock planat ut de tre sista åren. Beståndet år 2001 visar att man mycket väl följt sin strategi avseende typ av fastighet då man har nått en fördelning på i princip 50/50 mellan bostäder och kommersiella lokaler.

Den svaga nedgången kan förklaras av den stora expansion Realia genomgått, beståndet har nästan tredubblats under den studerade tidsperioden. Under 1999 nådde man målet med ett bestånd på över en miljon kvadratmeter och har därefter satsat mer på fokusering vilket också kan ses i index.



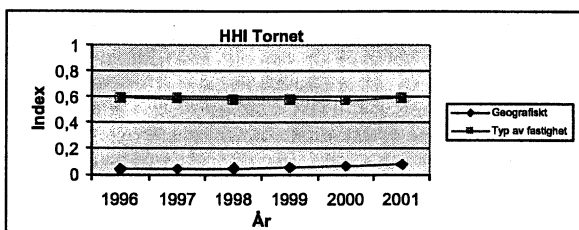
Figur 12. HHI för Realia 1996-2001

Tornet

När Tornet börsintroducerades 1996 stod man inför en omfattande struktureringsprocess. Bolaget hade ett mycket stort bestånd diversifierat på ett stort antal kommuner. Tornets strategi för beståndet var att sälja av mer än hälften av fastigheterna på oprioriterade orter inom fem år. Denna strategi har följande år preciserats ytterligare. Att de följt sin strategi kan tydligt avläsas i indexvärdena för geografisk koncentration som konsekvent har stigit under den studerade tidsperioden. Tornets nuvarande strategi är att koncentrera beståndet till ett antal större städer där man kan uppnå en marknadsledande ställning inom olika marknadssegment. Alla fastigheter i oprioriterade orter ska avyttras. Enligt den nya strategiska planen som presenterades i början av 2000 ska Tornet arbeta för ett förvärv eller samgående med ett eller flera andra fastighetsbolag, något som skedde under 2002 med förvärvet av Amplion. Detta förväntas öka koncentrationen ytterligare.

När det gäller värdena för koncentration mot typ av fastighet kan man inte utläsa någon tydlig trend. Inte heller har man någon tydlig, uttalad strategi när det gäller vilken typ av fastighet man ska satsa på. I årsredovisningen 1997 säger man att man eftersträvar en fördelning av bostäder/kommersiella lokaler enligt proportionerna 40/60. År 2000 har detta förändrats och man säger nu att man eftersträvar en balans mellan bostäder, kontor och butiker. Indexvärdena återspeglar att bolaget har nått en relativt välbalanserad portfölj.

Tornet visar en tydlig trend när det gäller geografisk fokusering där man i enlighet med sin strategi kontinuerligt ökar koncentrationen. En motsvarande trend går dock inte att utläsa när det gäller koncentration mot typ av fastighet.



Figur 13. HHI för Tornet 1996-2001

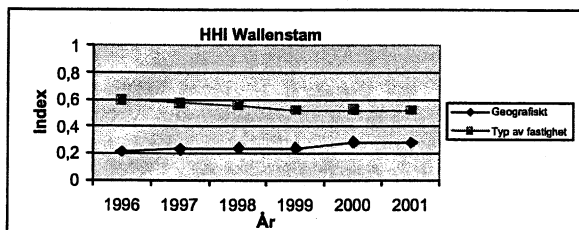
Wallenstam

Wallenstam är ett i huvudsak renodlat bostadsföretag som är geografiskt koncentrerat till svenska stortstadsregioner. Under den studerade tidsperioden har Wallenstam i sak haft samma affärskoncept (fortsatt koncentration) vilket de kontinuerligt agerat efter. Vid början av den studerade tidsperioden var Wallenstams bestånd spritt på 13 kommuner med hög fokusering på bostäder. Trenden när det gäller den geografiska koncentrationen har varit positiv. I dagsläget är beståndet koncentrerat till 9 kommuner belägna inom Storstockholm, Storgöteborg eller Helsingborg. Detta pekar på att de följt sitt koncept väl.

När det gäller indexvärdena för fokus mot typ av fastighet kan en intressant utveckling ses. Indexvärdet går, med undantag för år 2000, ner under den studerade tidsperioden. Detta trots att Wallenstam har haft en önskan att öka koncentrationen inom respektive ort och segment. Här noteras alltså en viss avvikelse från detta när indexvärdena studeras. Wallenstam har en betydande andel bostäder i sitt bestånd och kan sägas vara ett av börsens utpräglade bostadsfastighetsbolag vilket borde ha motverkat indexvärdens stora nedgång. Men

Wallenstam fokuserar inte enbart på bostäder (vilket är i överensstämmelse med deras affärsidé) utan har även ett betydande kommersiellt bestånd i Göteborgsregionen vilket påverkar indexvärdena. En annan faktor som kan förklara den negativa trenden är de många försäljningarna av bostadsfastigheter till bostadsrättsföreningar.

Wallenstams satsning på bostäder och lokaler i storstadsregioner kan klart utläsas i HHI avseende geografisk fokusering. Trenden avseende fokus mot typ av fastighet är negativ, men bolaget har heller ingen direkt strategi avseende kategorimässig fokusering.



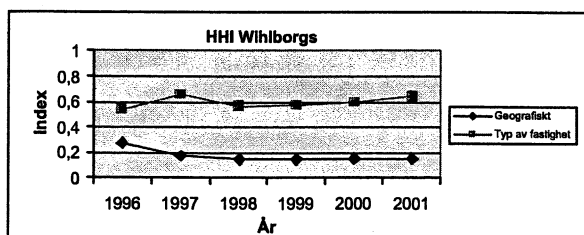
Figur 14. HHI för Wallenstam 1996-2001

Wihlborgs

1996 var Wihlborgs ett geografiskt renodlat bolag med en affärsidé som innebar koncentration till Öresundsregionen. Under 1996-1998 genomfördes bl a samgående med M2 och Storheden samt förvärv av Klövern vilket avsevärt utökade Wihlborgs fastighetsbestånd. Dessa affärer har påverkat portföljsammansättningen på så sätt att indexvärdena under denna period sjunkit för såväl geografisk fokusering som fokusering mot typ av fastighet. Wihlborgs har bevarat sin koncentrationsstrategi, men den har nu utökats till att även omfatta Stockholmsregionen. Postfastigheter förvärvades år 2001, men innebär ingen större förändring i geografisk eller kategorimässig koncentration.

Diversifieringstrenden vändes under 1999. Sedan 1998 har Wihlborgs en stor nettoförsäljning av fastigheter. Under detta år inledde Wihlborgs en satsning på att ytterligare förstärka sina marknadspositioner i Öresund och Stockholm genom koncentration till utvalda marknadssegment (kommersiella lokaler och utvecklingsprojekt). Detta har bidragit till att öka indexvärdena för geografisk fokusering och fokusering mot typ av fastighet. Ett flertal oprioriterade orter har lämnats och beståndet har ytterligare förstärkts till huvudregionerna.

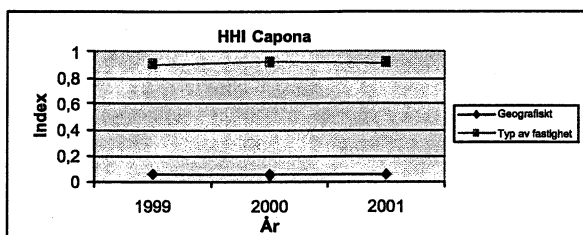
Wihlborgs HHI visar en intressant trend. En inledande nedgående trend kan förklaras av några stora strukturaffärer med en stor expansion av beståndet. I enlighet med bolagets koncentrationsstrategi har denna trend sedan vänts och pekar de senaste åren stadigt uppåt.



Figur 15. HHI för Wihlborgs 1996-2001

Capona

Capona är ett nischat bolag som satsar på hotellfastigheter på den nordiska marknaden. Bolagets strategi, en strategi som inte förändrats sedan börsintroduktionen 1999, är att koncentrera beståndet till storstadsregioner och regionstäder i Norden. Då bolaget endast studerats under en treårsperiod är det för tidigt att fastslå någon trend. När det gäller den geografiska koncentrationen har denna legat i princip stilla. Capona var redan 1996 fokuserat på sina prioriterade marknader. Under samma period har man ökat beståndet. Förvärv och försäljningar har skett i enlighet med bolagets strategi. Då Capona endast äger renodlade hotellfastigheter är indexvärdena avseende fokus mot typ av fastighet mycket höga. En liten ökning av indexvärdena kan utläsas. Anledningen till att indexet inte är 1,0, vilket skulle tyda på fullständig koncentration, är att det i hotellfastigheterna även finns ytor för t ex butiker och garage som inte tas hänsyn till i beräkningar av HHI.

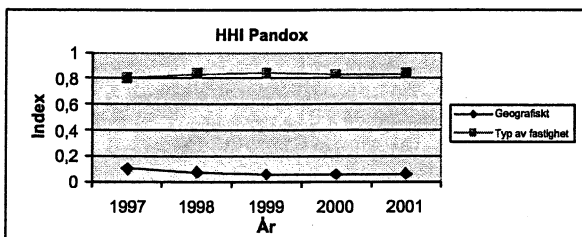


Figur 16. HHI för Capona 1999-2001

Pandox

Pandox, som börsintroducerades 1997, är ett av börsens två nischade hotellfastighetsbolag vilket också klart syns i deras indexvärden. Den enda förändringen av bolagets strategi under den studerade tidsperioden skedde 1999 då man utökade det geografiska området till att även omfatta norra Europa (tidigare endast Norden). Att utöka det geografiska området är i princip ett måste då ett nischat hotellfastighetsbolag vill expandera eftersom det inte har samma möjligheter som andra bolag att expandera inom redan prioriterade marknader. När det gäller den geografiska koncentrationen är denna relativt låg och visar också en trend som pekar mot ökad diversifiering. Pandox har under den studerade tidsperioden kontinuerligt utökat antalet fastigheter, särskilt i och med förvärvet av Hotellus International AB år 2000. Dessa förvärv har i huvudsaks gjorts på orter och länder där Pandox tidigare inte varit representerat vilket indexvärdena också pekar på.

När det gäller fokusering mot typ av fastighet är det naturligt att Pandox har ett mycket högt värde. Orsaken till att detta värde inte är 1,0 är att i många av bolagets fastigheter ingår inte bara hotell utan även kontorsytor och övriga ytor för t ex garage. Dock äger Pandox endast renodlade hotellfastigheter. Indexvärdena har legat på en relativt konstant nivå.



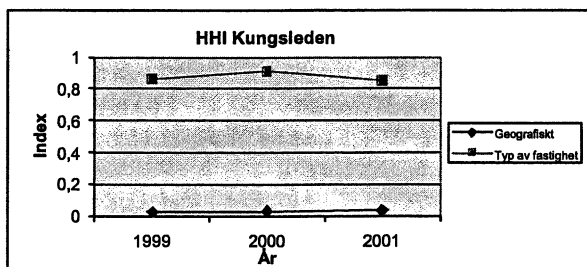
Figur 17. HHI för Pandox 1997-2001

Kungsleden

Kungsleden är ett fastighetsbolag som ser avkastningen som viktigare än fastighetskategori och geografiskt läge. Verksamheten är inriktad på såväl förvaltning som handel med fastigheter. Man har ingen uttalad strategi att satsa på utvalda geografiska marknader. Ett visst tänkande mot geografisk fokusering finns dock ändå. Ett av de uppsatta portföljkriterierna är att högst 30 % av hyresvärdet skall komma från fastigheter belägna i kommuner med färre än 25 000 invånare. Dessutom är omstruktureringar en viktig del av Kungsledens verksamhet. Man satsar på förvärv av större geografiskt spridda portföljer och lokala strukturaffärer. Samtidigt säljs enstaka objekt eller delar av portföljer till lämpliga aktörer. Detta borde innebära en ökad geografisk koncentration vilket också går att utläsa i indexvärdena. Ökningen är dock mycket liten och endast tre års värden gör att det kan anses vara för tidigt att avgöra om detta är en bestående trend.

Inte heller för fokusering mot typ av fastighet har man någon uttalad strategi. Kungsleden förvärvar gärna kategorimässigt diversifierade bestånd och strukturerar det sedan för att göra det mer hanterbart. Ett av portföljkriterierna är att industri- och lagerfastigheter ska utgöra högst 30 % av beståndets värde. Detta struktureringsarbete borde leda till högre indexvärden vilket inte går att utläsa ur våra beräkningar, som pekar på ett omvänt förhållande.

Den geografiska koncentrationen har ökat under den studerade tidsperioden och fokuseringen mot typ av fastighet har minskat. Kungsleden för inte aktivt en strategi som innebär fokusering av beståndet. Ökningen såväl som minskningen av indexvärdena är snarare en följd av de förvärv/försäljningar som sker i enlighet med strategin att optimera portföljen ur risk- och avkastningssynpunkt.



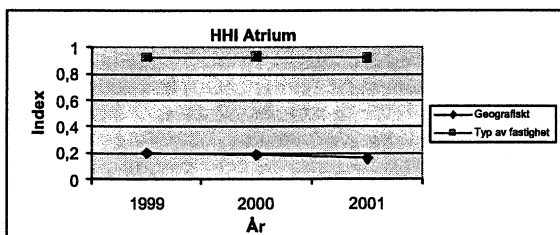
Figur 18. HHI för Kungsleden 1999-2001

Atrium

Atrium bildades 1999 genom att fastigheter från olika delar av konsumentkooperationen lades i ett kommersiellt bolag med inriktning på handel och kontor. Den geografiska strategin avseende fastighetsbeståndet är att detta successivt ska koncentreras till ett område söder om axeln Gävle-Borlänge-Karlstad. Dock säger man inget om vilka eller hur många orter man ska satsa på inom detta område, annat än att detaljhandelsfastigheterna ska koncentreras till områden med tillräckligt befolkningsunderlag, god köpkraft och gynnsamma marknadsförutsättningar. I motsats till den geografiska fokuseringsstrategin observeras en minskning av bolagets indexvärden.

Bolaget var redan vid bildandet mycket fokuserade på kommersiella fastigheter. Strategin avseende fastighetskategori är att beståndet ska renodlas till centrumanläggningar och köpcentrum. Dock finns det ingen uttalad strategi om hur stor andel av beståndet som ska utgöras av dessa fastighetskategorier. Andelarna för kommersiella lokaler och bostäder har i princip varit oförändrade under tidsperioden och därför ligger HHI relativt konstant.

Det bör noteras att tre års värden inte är tillräckligt för att säkerställa en eventuell trend.



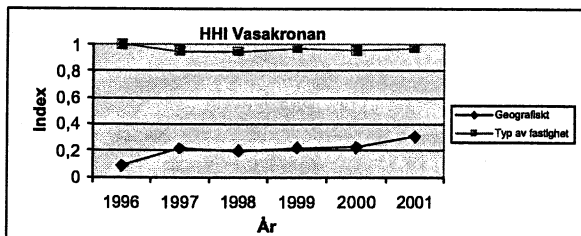
Figur 19. HHI för Atrium 1999-2001

Vasakronan

Vasakronans geografiska strategi har under den studerade tidsperioden varit att fokusera beståndet till utvalda orter med god utvecklingspotential. Vid början av den studerade tidsperioden var Vasakronan ett diversifierat bolag med ett stort bestånd utspritt på ett stort antal orter. 1997 avyttrades samtliga fastigheter i de prioriterade orterna till Stenvalvet samt genomfördes ett förvärv av Gotic som hade ett bestånd koncentrerat till Malmö. Fastighetsbeståndet minskades därmed avsevärt och koncentrerades till 15 prioriterade orter vilket resulterade i en avsevärd ökning av den geografiska koncentrationen. 2001 skärptes fokuseringsstrategin, man minskade antalet prioriterade orter till sex genom att sälja beståndet i nio orter till Norrporten. Utöver detta har ett antal större affärer genomförts som ytterligare fokuserat beståndet i enlighet med strategin. Den strategiska inriktningen har konsekvent följts vilket också kan utläsas i indexvärdena för geografisk fokusering som har en ständigt ökande trend.

Strategin avseende fastighetskategori har under den studerade tidsperioden varit att fokusera beståndet till kontorslokaler. Redan 1996 säger man att man inte har för avsikt att ge sig in på nya verksamhetsområden som t ex bostads- eller industrifastigheter. Indexvärdet för detta år är 1,0 vilket dock beror på en avvikande indelning. 1997 lades samtliga specialfastigheter för försvaret, räddningsskolor och specialskolor i ett separat bolag som såldes till Specialfastigheter Sverige AB. Indexvärdena ligger något under 1,0 vilket tyder på ett välfokuserat bestånd med hög koncentration avseende fastighetskategori.

Vasakronans indexvärden visar att bolaget konsekvent följt sin strategi mycket väl under den studerade tidsperioden.



Figur 20. HHI för Vasakronan 1996-2001

4.3 Sammanfattning

Geografisk fokusering

Generellt för de flesta bolag är att de ökar sin geografiska koncentration vilket överensstämmer väl med bolagens affärsidéer och strategier. De undantag som finns från den övergripande trenden beror på att bolaget prioriterat expansion. Även då man tittar på förändringen från år till år ser man ofta en tydlig trend, indexvärden går stadigt uppåt.

Dock kan man se ett flertal undantag från den generella trenden om man tittar på just de årsvisa förändringarna. Dessa kan förklaras av att bolaget under året genomfört ett större förvärv och därmed också fått en del fastigheter som ligger utanför bolagets prioriterade områden. Detta betyder inte att bolagen avviker från sin fokuseringsstrategi då de ofta snarast har sålt de prioriterade fastigheterna.

De nischade hotellfastighetsbolagen har förvisso båda strategier avseende geografiska delmarknader, men dessa avviker av naturliga skäl från övriga bolags. För att ett nischat bolag ska kunna expandera måste det också i princip diversifiera vilket innebär att de inte bör jämföras tillsammans med de övriga bolagen. Detta gäller också för bolag med en avkastningsbaserad strategi. Kungsleden har förvisso ökat sin geografiska koncentration, men detta har inte varit en medveten satsning från bolagets sida.

Fokus mot typ av fastighet

Generellt ökar de flesta bolag sin kategorimässiga koncentration vilket också överensstämmer med bolagens affärsidéer och strategier. De undantag som finns från den övergripande trenden kan förklaras av att bolagen har en strategi som inte innebär ytterligare fokusering eller att bolaget redan vid början av den studerade tidsperioden varit mycket koncentrerat och därför legat relativt konstant i indexet. De årsvisa förändringarna varierar ibland inom bolagen. En förklaring till detta är att bolaget genomfört en strukturaffär omfattande flera fastigheter och man får då fastigheter utanför det prioriterade marknadssegmentet.

De nischade hotellfastighetsbolagen hade redan vid början mycket höga indexvärden. Dessa har dessutom haft en fortsatt positiv indexutveckling. Dessa bolag äger endast renodlade hotellfastigheter. Dock har man i dessa fastigheter även ytor för butiker, mm vilket förklarar att indexvärdena inte är 1,0.

Även här har Kungsleden en avvikande ställning med sin avkastningsbaserade strategi. De indexförändringar som har skett är en följd av den riskjusterade avkastningsstrategin, inte en fokuseringsstrategi.

5. Vad ligger bakom strategierna

För att få en bättre förståelse över vad som ligger bakom bolagens val av strategier och dess investeringsbeslut har en enkätundersökning genomförts med samtliga bolag och intervjuer genomförts med utvalda bolag. Efter en kort beskrivning av respektive moments tillvägagångssätt presenteras resultaten från enkätundersökningen och intervjuerna. Kapitlet avslutas med en analys av de erhållna svaren.

5.1 Enkätundersökning

För att undersöka olika faktorer som kan tänkas påverka, och i så fall i vilken utsträckning dessa påverkar, företagets beslut avseende portföljinvesteringar skickades en enkät ut till de bolag som ingår i studien. Enkäten har sammanställts med utgångspunkt från en tidigare liknande undersökning (Thermaenius & Trotzig, 1999) på KTH. Frågorna har formulerats utifrån de motiv som enligt teorin kan tänkas påverka investeringsbeslut samt efter diskussion med handledare. I bilaga IV redovisas enkätfrågorna med erhållna svar.

Efter en inledande telefonkontakt skickades enkäterna ut till personer på respektive företag som aktivt arbetar med portföljfrågor. 15 av de 16 bolag som ingår i studien besvarade enkäten, två valde att vara anonyma. I nästan samtliga fall besvarades enkäten av en person från ledningsgruppen som därmed kan anses vara väl insatt i de aktuella frågorna.

5.1.1 Resultat

Rationell fastighetsdrift

Enkätsvaren visar att frågan om rationella förvaltningsenheter är viktig för bolagen, och ofta påverkar deras investeringsbeslut. Detta gäller särskilt för de bolag med en uttalad strategi att fokusera på utvalda marknader. För de nischade hotellfastighetsbolagen ser svarsbilden något annorlunda ut. De påverkas inte lika ofta av denna faktor vid beslut avseende köp och försäljning. Kungsleden, med sin avkastningsbaserade strategi, svarar att frågan om rationella förvaltningsenheter sällan har betydelse vid investeringsbeslut.

Informationshantering

De erhållna svaren pekar på att frågan om skaleffekter i informationshanteringen sällan påverkar bolagen vid investeringsituationer.

Hyresgästens synpunkter

På frågan om hyresgästernas synpunkter av fastighetsbeståndet påverkar bolagens beslut avseende köp/försäljning och bestånd på olika orter är svarsbilden splittrad. Trots att de flesta bolag tror att hyresgästen ser fördelar i att hyra av en stor aktör på marknaden och i att hyra av ett nischat bolag påverkas de inte i lika stor utsträckning av detta vid en investeringsituation. Bolagen tror inte heller att hyresgästen ofta ser det som positivt att samma ägare har ett bestånd på flera orter. En del bolag tror att deras hyresgäster ibland kan vara beredda att betala en högre hyra för dessa faktorer, medan andra tror att det sällan eller aldrig går att ta ut en högre hyra p g a detta.

Finansieringsvillkor

Enkätsvaren visar att nästan samtliga bolag tror att kreditgivarnas finansieringsvillkor påverkas av såväl beståndets struktur som dess storlek. Av de två faktorerna tror bolagen att det är beståndets struktur som har den största betydelsen. Dock visar det sig att bolagen inte i motsvarande utsträckning agerar enligt detta vid investeringssituationer. T ex har ett av bolagen svarat att de tror att såväl struktur som storlek ofta har betydelse för finansieringsvillkoren men att de ändå aldrig tar hänsyn till detta.

Marknadsställning

När det gäller marknadsställning anser samtliga bolag att det är en fördel att vara den största, eller en av de största, aktörerna på en marknad. På frågan om de tror att man genom att vara den största aktören, eller en av de största, därmed kan ta ut högre hyror är majoriteten överens om att så är fallet även om några ställer sig tveksamma. Flertalet bolag anser att marknadsställning är en viktig faktor och att detta också påverkar deras beslut vid köp/försäljning och bestånd på olika orter.

Börsens värdering

Samtliga bolag anser att börsens värdering påverkas av hur pass fokuserat bolaget är, både vad det gäller geografisk fokusering och fokusering mot typ av fastighet. Enkätsvaren visar dock att det finns en stor spridning när det gäller i vilken utsträckning man låter sig påverkas av detta vid en investeringssituation.

5.2 Intervjuer

För att få en bättre förståelse om vad som ligger bakom företagets val av strategi har djupgående intervjuer genomförts med några utvalda bolag. Bolagen har valts med utgångspunkt från att få med bolag med de olika studerade strategierna. Dessa intervjuer kan ses som en komplettering och vidareutveckling av den tidigare genomförda enkätundersökningen. Frågeunderlaget är baserat på teori, den tidigare gjorda enkätundersökningen samt diskussioner med handledarna.

Fyra företag har ställt upp på muntlig intervju. Intervjuerna har i samtliga fall genomförts på plats på respektive företag med någon från ledningsgruppen som därigenom kan anses vara insatt i strategi- och portföljfrågor. Samma frågor har ställts till de fyra bolagen för att på så sätt göra resultatet jämförbart.

5.2.1 Resultat

Bolagens strategiarbete

- Varför har ni valt just denna strategi?

För ett bolag var utgångspunkten var fastigheter man redan ägde och vilka marknader man var representerade inom. Man inventerade beståndet (vilka fastigheter var bäst på lång sikt – kvalitet och läge, lönsamhet), undersökte marknaden (var finns tillväxtområden) samt undersökte de börsnoterade konkurrenterna (vad utmärker det egna bolaget, försöka hitta en egen profil). Med det aktuella bolagets storlek, organisation och bestånd ansåg man det vara bättre att bli riktigt bra på ett område (specialisering leder till kompetens) än att bli halvbra på två.

Ett annat bolag utgick också från sitt befintliga bestånd när man utarbetade sin strategi. Därefter genomförde man kompletterande strategiska fastighetsförvärv.

Ett tredje bolag har valt en strategi som fokuserar på riskjusterad avkastning då man anser att detta optimerar kassaflödet. Man satsar på fastigheter med bra ekonomi som ger hög direktavkastning.

Det fjärde bolaget satsar på långsiktighet. Man har valt sin strategi utifrån en tro på styrka och tillväxt på den prioriterade marknaden. Dessutom fanns redan god information och kompetens inom denna marknad och man kunde därmed nå en marknadsledande position på valda delmarknader.

- Använde ni er av någon särskild teoretisk bakgrund när ni utarbetade er strategi?

Att fullt ut använda sig av någon teoretisk bakgrund i strategiarbetet är ovanligt bland de tillfrågade bolagen. Kopplingar kan göras till modern portföljteori och till stordriftsfördelar.

- Har det varit aktuellt med en annan strategisk inriktning än er nuvarande?

Det har inte varit aktuellt för något av de intervjuade bolagen att byta affärsidé eller strategi sedan man väl bestämt sig. Vidareutveckling har däremot skett, främst genom att strategin preciseras ytterligare då uppsatta delmål uppfyllts. Det har också förekommit en utveckling av strategin till att omfatta fler marknadsområden i samband med expansion. Trots att antalet områden i detta fall har utökats har bolaget fortfarande en fokuseringsstrategi.

- Vem arbetar löpande med strategifrågorna?

I samtliga tillfrågade bolag är det ledningsgruppen som i samarbete med styrelsen utarbetar strategin och löpande arbetar med dessa frågor. Det strategiska arbetet innefattar analys av konkurrenter, utvärdering av egna bolaget och måluppfyllelse, mm. Hur arbetet praktiskt ser ut beror på organisationens struktur. Vid behov kan utomstående experter/konsulter i vissa specialfrågor tas in.

- Följer ni upp era konkurrenters strategi och påverkas ni av dem?

Ingen säger sig direkt påverkas av konkurrenternas strategier. Formell uppföljning och analys av konkurrenterna förekommer endast i viss utsträckning. Samtliga tillfrågade bolag säger sig alltid vara medvetna om vad som händer på marknaden, vilket innefattar konkurrenterna, även om detta inte direkt påverkar deras egen strategiska inriktning.

Verksamheten och strategin

- Anser ni att företagets storlek är viktigt? På vilket sätt?

Företagets storlek är viktigt, men på olika sätt. För börsen är det viktigt att företaget har en viss storlek. För att få fördelar på kreditmarknaden är det också viktigt att bolaget uppnår en viss storlek. Fördelar kan även ses med att inte vara ett av de största fastighetsbolagen. På så sätt har ledningen hela tiden god kontakt med marknaden och kunderna, ända ner på fastighetsnivå.

Att vara en av de stora på en delmarknad ser bolagen som mycket fördelaktigt. Inom varje delmarknad är det viktigt att uppnå rationella förvaltningsenheter. Man får bättre information och kunskap. Man får lokal närvaro och kompetens. Nära kundrelationer och igenkännande är fördelaktigt. Detta kan förhindra omflyttning.

- Vad anser ni vara en effektiv förvaltningsenhet?

De olika bolagen har olika kriterier för vad de anser vara en effektiv förvaltningsenhet. Det förekommer också en skillnad mellan bostäder eller kommersiella ytor. De svar som gets är > 50 000 kvm, minst 250 (helst 500) bostadslägenheter eller en minsta potential hyresintäkt på 100 Mkr.

- Upphandlas delar av förvaltningen på entreprenad?

Ett par bolag ser det som en del av strategin att ha en stor del egen förvaltning, särskilt i prioriterade områden. Det är viktigt med egen personal. Igenkännande i området är mycket viktigt. Egen regi ger god marknadskänedom samt bättre service för hyresgästerna. Vid förädling av beståndet samt i olika projektsituationer anser man det vara extra viktigt med en egen organisation på plats, t ex vid kontakter med kommun, polis m fl i problemområden. Gemensamt är att främst på icke prioriterade marknader upphandlas förvaltningen till viss del.

Andra bolag köper in en övervägande andel av förvaltningen på entreprenad. Dock vill man alltid ha egen personal i alla viktiga möten med kunden. Alla övriga tjänster, oavsett om det är inom prioriterade delmarknader eller inte, köps in på entreprenad.

- Hur påverkas ni av hyresgästernas värderingar?

Bolagen påverkas i mer eller mindre utsträckning alltid av hyresgästernas värderingar. Att ha ett gott rykte hos kunden och bygga långsiktiga relationer är viktigt. Att jobba med undersökningar av typen nöjd-kund-index är vanligt för att undvika stor och dyr omsättning av hyresgäster.

- Har ni medvetet fokuserat ert bestånd för att få bättre villkor på kreditmarknaden, eller har kreditmarknaden på annat sätt påverkat er?

Endast ett bolag anser att man får bättre kreditvillkor då man har ett fokuserat bestånd och att detta har påverkat dem vid strategiarbetet. Det är dock inte den enda påverkande faktorn. Bankerna tittar även på bolagets styrka (riskprofil, övervärden) och vilka marginaler man arbetar med, alltså den samlade risken. Enligt samma bolag får börsnoterade bolag bättre villkor än ett mindre privat bolag, men mellan de börsnoterade bolag som uppnått en viss volym blir det ingen skillnad på villkoren.

De övriga bolagen har inte anpassat sitt bestånd för att uppnå bättre villkor på kreditmarknaden. De synpunkter som framkommit är att det är svårt att få önskvärda villkor i små kommuner, att bolaget redan har ett så pass fokuserat bestånd att det inte blivit nödvändigt med ytterligare fokusering, att lånemöjligheterna är bättre för fastigheter i attraktiva orter samt om man ska satsa på "udda fastigheter" kan det vara bra att ha pengar själv i företaget och inte vara tvungen att låna. Det framkom också att ett av bolagen sökt sig till den internationella kreditmarknaden för att få bra villkor.

- Har skaleffekter i informationshantering påverkat ert val av strategi?

Skaleffekter i informationshantering har påverkat bolagens val av strategi i endast ett fall. Detta bolag hade redan vid utvecklingen av strategierna god information och kunskap på ett fåtal marknader där man redan fanns representerade. Därmed kunde man expandera inom dessa marknader utan att detta skulle innebära ökade kostnader avseende informationshantering. Detta gjorde att man valde att inte satsa på andra.

- Anser ni att er strategi har medfört att ni blivit bättre/fått ett kunskapsövertag jämfört med era konkurrenter?

Samtliga bolag anser att de har ett visst kunskapsövertag inom de delar av verksamheten som utmärker just det bolaget. Ett kunskapsövertag på en prioriterad delmarknad kan komma från att man har bättre nätverk, mycket personliga kontakter, tillgång relevant information, mm.

Val av delmarknader

- Satsning på tillväxtområden – hur har dessa områden valts ut, finns det någon kontinuerlig utvärdering, kan det bli aktuellt att minska/utöka antalet område...?

De flesta bolag har någon form av satsning på tillväxtområden. Hur dessa väljs ut och utvärderas varierar. T ex gör ett bolag inför respektive affär en samlad helhetsbedömning av ekonomin. Sedan görs fördjupande analyser på den aktuella delmarknaden. Inom sina redan prioriterade marknader har man dessutom en löpande kontakt på "låg" nivå vilket möjliggör kontinuerlig utvärdering. Antalet prioriterade marknader är inte konstant för något bolag utan uppstår bra affärsmöjligheter kan expansion bli aktuellt, likaså en reduktion.

Företag som fokuserar mer på avkastning undviker inte tillväxtområden så länge kravet på direktavkastning uppnås. Område väljs ut med hänsyn till avkastning och rörelserisk, inte värdeökningspotential.

- Satsning på typ av fastighet – varför har ni valt just denna blandning?

Valet har ofta gjorts utifrån en inventering av det befintliga beståndet (vilka fastigheter man har, hur dessa marknader ser ut, konkurrenternas bestånd och strategi, etc.) och företagets styrkor.

Att kunna uppnå låg rörelserisk och hög direktavkastning kan också vara det avgörande.

- Vilka faktorer tittar ni på vid köp eller försäljning av fastigheter?

Nedan följer en uppställning över de svar som erhållits.

Förvärv: fastigheten eller fastigheterna ska passa in i bolagets strategi. De ska komplettera befintligt bestånd, passa in i portföljen eller vara av sådan storlek att man kan uppnå rationell förvaltning. Att uppfylla en viss miniminivå på direktavkastningen är viktigt. Likaså att fastigheten är ekonomiskt lönsam på lång sikt och att man får bra finansieringsvillkor.

Försäljning: fastigheterna ej passar in i strategin, en bra affärsmöjlighet uppstår, lönsamheten faller under en viss nivå eller det finns ett behov av pengar.

Marknadens påverkan

- Anser ni att den svenska fastighetsmarknadens storlek begränsar era möjligheter att föra den strategi ni vill? Att expandera?

Marknaden i nuläget begränsar inte möjligheter att föra vald strategi eller att expandera. I ett senare skede kan det dock bli aktuellt att titta på marknader utanför de som bolagen i dagsläget prioriterar, t ex Norden och Europa.

- Vad anser ni om att så många företag fokuserar på samma tillväxtområden? Hämmar inte detta möjligheterna till bra affärer?

Bolagen anser att detta till viss del stämmer, speciellt i högkonjunktur. Då förväntningarna är höga pressas priserna upp för de attraktiva fastigheterna och det kan bli svårare att hitta bra affärsmöjligheter. Men genom att gå emot strömmen, genom att ha en relativt ”unik” strategi, innebär dock detta inte något större problem. Det finns ändå fastigheter med god potential att köpa.

- Med en fokuseringsstrategi, går man inte miste om bra investeringsmöjligheter utanför de prioriterade områdena?

Jo, högre avkastningsnivåer (direktavkastning) skulle tillfälligt kunna uppnås, men risken skulle också öka. I det långa loppet (>10 år) är det dock inte alls säkert att totalavkastningen blir bättre. För ett par bolag är totalresultatet viktigare än direktavkastningen och de tror att man kan uppnå bättre totalresultat genom att fokusera på sina prioriterade delmarknader.

För bolag som inte satsar till 100 % på en fokuseringsstrategi är situationen annorlunda. Man räknar ständigt på fastigheterna och när man får ett bra erbjudande tar man det. Det är naturligtvis bonus om det ligger i ett område med goda möjligheter till värdetillväxt.

Aktiemarknaden

- Aktiemarknaden tenderar att värdera fokuserade bolag högre. Hur viktigt är det för er att det går bra på börsen? Påverkar det er strategi? Tror ni att det är en övergående trend?

Samtliga bolag anser det vara viktigt att det går bra på börsen eftersom aktieägarna vill få en bra totalavkastning på sin investering. Hög börskurs ger dessutom möjligheter att genomföra större affärer, t ex genom att betala med egna aktier. Går det bra på börsen (bolaget inte handlas med substansrabatt) har man lättare att få in nytt kapital. Ett par av de tillfrågade bolagen koncentrerar sig mer på verksamheten. Går verksamheten bra och man kan kommunicera detta till marknaden, går därmed kursen också bra.

Endast ett bolag har svarat att deras strategi påverkas av börsen och analytikernas åsikter och värderingar.

På frågan om det är en övergående trend att börsen värderar fokuserade bolag högre än diversifierade är svarsbilden splittrad, men övervägande mot att det är en bestående utveckling. Ett bolag anser dock att börsens värderingar går upp och ned och att det handlar mycket om mode.

5.3 Analys av enkäter och intervjuer

Bolagets strategiarbete

Oavsett hur bolagen valt strategi, och vilka marknader man prioriterar, är den gemensamma nämnaren att man utgått från sina egna förutsättningar och en prognos av den svenska fastighetsmarknaden. Att fullt ut använda sig av någon teoretisk bakgrund i strategiarbetet är ovanligt bland de tillfrågade bolagen. Detta beror förmodligen på att det i stor utsträckning saknas teoretisk grund att bygga upp sina strategier på. En teori som använts är modern portföljteori, en teori som funnits i 50 år och som används flitigt för andra tillgångsslag. Men i fastighetsbranschen har denna teori i mycket liten utsträckning använts och då först de senaste åren.

Efter val av affärsidé och strategi har bolagen i stort hållit sig till dessa. Ett företag som flera gånger ändrar affärsidé och strategi kan snabbt minska i förtroende på marknaden. Om företaget klart kan motivera ett byte av strategin och kommunicera detta till marknaden behöver detta inte uppfattas negativt.

Flexibilitet i strategiarbetet är viktig då förutsättningarna för företaget eller marknaden skulle ändras. Denna flexibilitet har vi sett hos de intervjuade bolagen, t ex genom att strategin preciseras då uppsatta delmål uppfyllts eller att strategin utvecklats till att omfatta fler marknadsområden i samband med expansion. Den grundläggande strategin har dock inte ändrats även om detta givetvis skulle vara tänkbart.

I samtliga tillfrågade bolag är det ledningsgruppen som i samarbete med styrelsen utarbetar strategin och löpande arbetar med dessa frågor vilket också är överensstämmande med företagsekonomisk litteratur. Det är inte så konstigt med tanke på att det är på dessa nivåer inom organisationen som rätt kompetens och överblick finns. Organisationens struktur påverkar hur arbetet praktiskt går till. I vissa specialfrågor kan det finnas behov av att ta in experter/konsulter för att stödja ledningen.

De intervjuade bolagen säger sig inte direkt påverkas av konkurrenternas strategier. Man är dock alltid medvetna om vad som händer på marknaden, vilket innefattar konkurrenterna, även om detta inte påverkar deras egen strategiska inriktning. Det viktigaste är trots allt att fokusera på den egna verksamheten. Det faktum att så många företag satsar på samma marknader kan tolkas på olika sätt. Dels på så sätt att företagen enbart tittar på sin egen verksamhet och sina egna förutsättningar när de väljer marknader och inte bryr sig om att de andra bolagen också valt dessa marknader. Men det kan också tolkas på det sätt att ett bolag ser att det går bra för andra bolag på en marknad och ser möjligheter att själva tjäna pengar på samma marknad.

Rationell fastighetsdrift

Enligt enkäten är frågan om rationella förvaltningsenheter viktig för de flesta bolagen, och den påverkar ofta deras investeringsbeslut, vilket även bekräftas av intervjuavsnittet. Detta gäller särskilt för bolag med en uttalad strategi att fokusera på utvalda områden. Dessa bolag genomför ofta förvärv just för att få rationella enheter inom sina prioriterade områden. Det framkom också i intervjuerna att en av anledningarna till att förvärva en fastighet var att den kan komplettera befintligt bestånd eller utgöra en rationell enhet i sig själv. För ett bolag som Kungsleden som fokuserar endast på avkastning visar det sig att frågan om rationella förvaltningsenheter inte påverkar deras investeringsbeslut i någon större utsträckning. Detta gäller även de nischade bolagen. För dessa bolag är det oftast av underordnad betydelse att fokusera på delområden och därmed uppnå rationella enheter.

Bolagens svar stämmer väl överens med teorin där vi kan se ett tydligt samband mellan beståndets sammansättning och driftkostnadernas nivå. Ett större bestånd inom en viss delmarknad leder till stordriftsfördelar. Det ger möjlighet till att utnyttja personal och maskiner effektivt vilket sänker kostnaderna.

Enligt teorin finns det både för- och nackdelar med att sköta förvaltningen i egen regi. För vissa bolag är det direkt avgörande att det finns möjligheter till extern förvaltning för att de ska kunna föra sin strategi. Extern förvaltning ger möjlighet att investera i fastigheter i orter där det kan vara svårt att uppnå rationell förvaltning p g a att delmarknaden för en viss fastighetskategori är för liten. Andra bolag ser det som en del av strategin att ha en stor andel egen förvaltning, särskilt i prioriterade områden där man har uppnått ett rationellt bestånd, eftersom det ger god marknadskännedom, bättre service för hyresgästerna, mm.

Om man ser på rationella förvaltningsenheter som ett motiv för att förvärva en eller flera fastigheter borde det vara så att ökade möjligheter att lägga ut förvaltningen på entreprenad minskar betydelsen av detta motiv. Detta innebär att ett förvärv av en udda fastighet är möjligt utan att ta hänsyn till kravet på att uppnå rationell fastighetsdrift. Man behöver inte en egen förvaltningsorganisation inom området.

Informationshantering

De erhållna enkätsvaren pekar på att frågan om skaleffekter i informationshanteringen sällan påverkar bolagen vid investeringssituationer. Detta anser vi vara förvånande då kostnaderna för att inhämta och analysera information uppgår till stora belopp, särskilt om företaget finns representerat på många marknader. Enligt teorin är det fördelaktigt för ett företag att fokusera sin portfölj på en eller ett fåtal delmarknader då det sänker kostnaderna för informationsinsamling. Vid expansion inom marknader där man redan finns representerade undviker man en stor del av kostnaderna förknippade med informationsinsamling vilket talar för att företagen fokuserar sina bestånd på redan prioriterade marknader. Man kan då lägga ner större resurser på insamling och bearbetning av information, minska risken, och på så sätt få konkurrensfördelar jämfört med övriga företag. De intervjuade bolagen anser samtliga att de har ett visst kunskapsövertag inom de delar av verksamheten som utmärker just det bolaget. Ett kunskapsövertag på en prioriterad delmarknad kan komma från att man har bättre nätverk, mycket personliga kontakter, tillgång till relevant information, mm. Det är viktigt att vara medveten om att information och informationshantering är en tillgång inte bara vid en investeringssituation utan även i den löpande verksamheten, t ex vid hyresförhandlingar. Denna aspekt av information framgår inte av enkätundersökningen men vid intervjuerna har det visat sig att information är viktig för företagen i flera avseenden.

En tänkbar orsak till att företagen svarar att de inte i stor utsträckning tar hänsyn till skaleffekter i informationshantering vid investeringssituationer kan vara att de ser informationshanteringen som en naturlig följd av att uppnå rationella förvaltningsenheter.

Hyresgästens synpunkter

På frågan om hyresgästernas synpunkter av fastighetsbeståndet påverkar bolagens beslut avseende köp/försäljning och bestånd på olika orter är svarsbilden från enkäten splittrad. Någon enhetlig svarsbild kan inte urskiljas oavsett bolagens strategi. Trots att bolagen anser att det ur ett hyresgästperspektiv kan vara fördelaktigt att bolaget är den största aktören på en marknad, är ett nischat bolag eller har ett bestånd på flera orter tror de oftast inte att en hyresgäst är villig att betala högre hyra för någon av dessa faktorer. Enligt teorin kan dock

hyresgästen vara beredd att betala högre hyra till en hyresvärd med ett stort bestånd då det kan göra det lättare att expandera eller flytta. Samma sak gäller då hyresvärden har bestånd på flera orter. Här finns alltså en viss avvikelse mellan teori och praktik, men en avvikelse som vi anser vara naturlig. För de flesta hyresgäster är det oväsentligt vem hyresvärden är och vilket bestånd denne har. Hyresgästerna tänker i första hand på sin egen nuvarande situation och är förmodligen inte beredda att i nuläget betala högre hyra för vad som kan tänkas hända i framtiden eller för vilka möjligheter hyresvärden kan erbjuda andra hyresgäster.

Ser man det ur ett kortsiktigt, krasst perspektiv så finns det ingen anledning att ta hänsyn till hyresgästernas synpunkter om man inte kan ta ut högre hyra, d v s tjäna mer pengar. Hyresgästens synpunkter är inte heller en av de viktigare faktorerna man tar hänsyn till vid en investeringssituation. Däremot påverkas bolagen i mer eller mindre utsträckning alltid av hyresgästernas värderingar i den dagliga verksamheten. Missnöjda kunder orsakar högre kostnader i form av t ex omflyttningar.

Finansieringsvillkor

Nästan samtliga bolag tror att framförallt beståndets struktur, men även dess storlek påverkar de finansieringsvillkor de kan få från kreditgivarna. Även vid finansiering finns det stordriftsfördelar att ta hänsyn till. Enligt teorin bör en stor, fokuserad portfölj rimligtvis vara förknippad med högre säkerhet för en kreditgivare än en mindre, diversifierad portfölj. Just beståndets struktur faller sig naturligt. Det kan vara svårt att få bra villkor i små orter då dessa kanske inte har någon större tillväxtpotential. Lånemöjligheterna och villkoren är däremot bättre för fastigheter belägna i attraktiva orter av samma skäl. Säkerheten i fastigheterna beror till stor del på var de är belägna. Bankerna är villiga att låna ut större belopp till bättre villkor då fastigheternas säkerhet är god. Allt annat lika är säkerheten bättre för en centralt belägen storstadsfastighet än en ensligt belägen fastighet i en liten ort. Ett alternativ till att låna är att använda den egna kassan till att köpa mindre fördelaktigt belägna fastigheter. Detta under förutsättning att avkastningskravet för det egna kapitalet uppnås.

Som ett av de intervjuade bolagen svarade är det förmodligen så att börsnoterade bolag får bättre villkor än mindre privat bolag, men mellan de börsnoterade bolagen som uppnått en viss volym blir det ingen väsentlig skillnad på villkoren. Beståndets struktur och storlek är givetvis viktigt, men en kreditgivare tittar på helhetsbilden.

Dock visar det sig att bolagen inte i motsvarande utsträckning tar hänsyn till beståndets struktur och storlek vid investeringssituationer. Finansieringsvillkoren är självklart viktiga eftersom dessa har stor inverkan på fastighetens lönsamhet, men oftast påverkar det inte beslut avseende köp eller försäljning. De bolag som intervjuats har inte anpassat sitt bestånd för att uppnå bättre villkor på kreditmarknaden.

Nya finansieringsformer som t ex värdepapperisering och lån i utlandet kan komma att bli allt vanligare då dessa kommer att medföra ökad konkurrens på kreditmarknaden vilket ger företagen bättre villkor.

Marknadsställning

När det gäller marknadsställning anser samtliga bolag som svarat på enkäten att det är en fördel att vara den största, eller en av de största, aktörerna på en marknad. Detta faller sig naturligt då man för att vara den största/en av de största aktörerna på en marknad också måste ha uppnått ett bestånd som kan anses vara rationellt och därmed få de fördelar med skaleffekter som detta medför, såväl vad det gäller förvaltning som information och

finansiering. Denna synpunkt stöds även av intervjuerna. Majoriteten anser att man kan ta ut högre hyra genom att vara den största aktören/en av de största aktörerna. Detta stämmer också väl överens med teorin. Det ger inte ensamt möjlighet att påverka hyresnivån men det man säger kan ha betydelse för vad andra företag gör. Fastighetsägaren kan också vara med och minska riskerna för ett eventuellt priskrig i en fallande konjunktur samt vara en naturlig samtalspartner för en kommun i stadsplaneärenden etc. Även på börsen är det viktigt att uppnå en viss storlek (börsvärde) vilket bekräftas av teorin. Teoretiskt finns det även situationer då det kan ha sina fördelar med att inte vara en av de största på en marknad. Bolaget kan då undvika att ta ansvar för marknaden som helhet. Här finns även fördelar med att ledningen har fortlöpande god kontakt med marknaden och kunderna, ända ner på fastighetsnivå, något som även framkommit vid en intervju.

Flertalet av bolagen anser att marknadsställning är en viktig faktor och att detta också påverkar deras beslut vid köp/försäljning och bestånd på olika orter. En följd av en fokuseringsstrategi är att man uppnår en marknadsledande ställning på de orter man prioriterar. Hur dessa marknader valts ut har ingen betydelse för denna fråga.

Marknadens påverkan

Inget av de bolag vi pratat med anser att den svenska marknaden i nuläget begränsar dess möjligheter att föra vald strategi eller att expandera. I ett senare skede kan det dock bli aktuellt med expansion utomlands. Den svenska fastighetsmarknaden erbjuder stora möjligheter för fortsatt expansion, endast en liten del av landets fastigheter ägs av de börsnoterade bolagen. Inom den närmsta framtiden tror vi inte det kommer att bli aktuellt för något av de börsnoterade bolagen att expandera utomlands, med undantag för hotellfastighetsbolagen. Däremot har vi sett en motsatt trend där de bolag som tidigare haft ett utländskt bestånd nu säljer av detta. En eventuell internationell expansion tror vi kommer att kräva att bolaget genomför någon sorts strukturaffär eller på annat sätt kan etablera sig på marknaden som en stor aktör. Vi tror inte på en utveckling där företaget köper enstaka fastigheter och på så sätt bygger upp sitt bestånd.

Att flera bolag fokuserar på samma marknader borde göra det svårare att hitta bra affärsmöjligheter. De intervjuade bolagen anser att detta stämmer, men endast till viss del. I goda tider är förväntningarna höga vilket pressar upp priserna för attraktiva fastigheter. Men det finns ändå fastigheter med god potential att köpa. De marknader som flera bolag fokuserar på, t ex storstadsregionerna, är av sådan storlek att den finns en stor mängd objekt att förvärva.

Med en fokuseringsstrategi mot geografiska delmarknader och/eller typ av fastighet går man rimligtvis miste om goda affärsmöjligheter utanför de prioriterade områdena. Denna åsikt styrks också vid intervjuerna. Bolagen tror att man tillfälligt skulle kunna uppnå högre avkastningsnivåer (direktavkastning), men också att risken skulle öka. Visst kan direktavkastningen bli hög, men ofta är totalavkastningen viktigare. I ett långsiktigt perspektiv blir totalavkastningen kanske inte tillfredsställande om man enbart tar hänsyn till direktavkastningen vid investeringssituationen. De marknader där man kan få högst direktavkastning är sällan de som också erbjuder en hög värdeökning. Ett par bolag har svarat att de ser totalresultatet som viktigare än direktavkastningen. De tror alltså att man kan uppnå bättre totalresultat genom att fokusera på sina prioriterade delmarknader. Hög lönsamhet kan uppnås med båda alternativen. Vilket som är att föredra beror på en mängd olika faktorer.

Aktiemarknadens värderingar

Samtliga bolag anser att börsens värdering påverkas av hur pass fokuserat, både vad det gäller geografisk fokusering och fokusering mot typ av fastighet, bolaget är. Detta stämmer väl överens med teorin som säger att börsen tenderar att värdera kategorimässigt fokuserade bolag högre än diversifierade. Däremot verkar faktorer som beståndets geografiska koncentration samt kapitalplaceringarnas uppfattning om strategi och ledning inte ha någon påverkan på värderingen. Enkätsvaren visar dock att det finns en stor spridning när det gäller i vilken utsträckning man låter sig påverkas av detta vid en investeringssituation. Det finns bolag som säger sig ofta påverkas av aktiemarknadens reaktioner, men det finns också bolag som säger att de aldrig påverkas av detta. Vid intervjuerna visade det sig att aktiemarknadens reaktioner i de flesta fall inte är något som påverkar bolagets strategi och beslut utan andra faktorer är av större vikt.

Vid samtal med bolagen visar det sig att det är viktigt att det går bra på börsen vilket faller sig helt naturligt. En positiv kursutveckling är viktigt på flera sätt. Det ger aktieägarna god avkastning. Dessutom ger en hög börskurs bolaget bättre möjligheter att genomföra större affärer, t ex genom att betala med egna aktier. Man kan också lättare locka nya investerare och få in nytt kapital genom nyemissioner.

Men att endast fokusera på börskursen är inte ett självändamål i sig vilket också ett par av bolagen har kommenterat. Det är viktigare att koncentrera sig på den verksamheten man bedriver. Går verksamheten bra, tjänar bolaget pengar, därmed går kursen också bra. Detta under förutsättning att man kan kommunicera denna information till marknaden.

På frågan om det är en övergående trend att börsen värderar fokuserade bolag högre än diversifierade är svarets bild splittrad, men övervägande mot att det är en bestående utveckling. Den trend mot fokuserade bestånd vi hittills kunnat observera tror vi kommer att hålla i sig. Även fortsättningsvis kommer börsen generellt att uppskatta fokusering och därmed värdera fokuserade bolag högre än diversifierade. Detta utesluter dock inte att ett företag med ett diversifierat bestånd som för en avkastningsstrategi kan ges ett högt värde på börsen. Som tidigare diskuterats tror vi att det är verksamhetens lönsamhet som kommer att bli det avgörande tillsammans med hur väl företaget följer sin strategi.

6. Aktiemarknadens reaktioner

I detta kapitel redovisas för respektive bolag utvalda nyckeltal (kurs, JEK/aktie, kurs/JEK som ger oss substansrabatten och p/e-tal) tillsammans med koncentrationsvärdena. Den följande analysen jämför nyckeltalen med koncentrationsvärdena i försök att utläsa om aktiemarknaden har reagerat positivt på ökad fokusering. En jämförelse görs också mellan de fokuserade och de diversifierade bolagen för att se om de fokuserade har en bättre kursutveckling och lägre substansrabatt än de diversifierade.

6.1 Resultat och analys

Detta avsnitt syftar till att undersöka om aktiemarknaden har reagerat positivt på ökad fokusering. Vi jämför, "allt annat lika", fokuseringstrenderna med kursutveckling, substansrabattens alternativt substanspremiens utveckling samt p/e-talens utveckling för att identifiera eventuella samband. Aktiemarknaden reagerar dock på ett flertal faktorer (se kapitel 2.5), inte enbart på fokusering/diversifiering. Då fokuseringstrenderna inte överensstämmer med den observerade utvecklingen av ovanstående faktorer syftar inte vår analys att hitta den eller de faktorer som kan förklara detta.

I tabellerna nedan redovisas de studerade nyckeltalen för respektive år bolagen varit börsnoterade under den studerade tidsperioden. Horisontellt redovisas ett nyckeltals förändring under den studerade tidsperioden. Lodrät redovisas de utvalda nyckeltalens värde för respektive år. Nyckeltalens värden är hämtade från tidningen Affärsvärldens aktieindikator för 1997 till 2002 vilket innebär att samma beräkningsmetod konsekvent använts för respektive bolag och år. På så sätt fås ett resultat som blir direkt jämförbart. De tidigare beräkningarna avseende koncentration redovisas också för att på ett tydligt sätt åskådliggöra eventuella samband och förenkla en analys.

Nedan kommer några begrepp användas som kan behöva förklaras för att underlätta förståelsen av analyserna.

Trend – utvecklingsriktning.

Positivt samband – överensstämmer med teorin, t ex då index mot typ av fastighet ökar, stiger bolagets värdering.

Negativt samband – tvärt mot teorin, t ex då index mot typ av fastighet ökar, sjunker bolagets värdering.

Castellum

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	-	79	88	83	104	108,5
JEK/aktie	-	71	81	94	140	157
Kurs/JEK (%)	-	111	109	88	74	69
P/e	-	19	17	13	12	10
HHI (g)	-	0,020	0,024	0,023	0,022	0,024
HHI (b)	-	0,707	0,745	0,796	0,836	0,876

Tabell 4. Nyckeltal Castellum 1996-2001

Analys

Ett positivt samband kan utläsas mellan geografisk fokusering och kursutveckling. På samma sätt kan ses ett negativt samband mellan geografisk fokusering och substansrabatt respektive p/e. Dock har indexet endast ökat obetydligt vilket gör dessa samband mindre relevanta.

Ett positivt samband kan utläsas mellan kursutvecklingen och index för typ av fastighet. När det gäller substansrabatten och p/e-talen ses tydliga negativa samband. Intressant att notera är att substansrabatten ökat avsevärt trots en stor ökning i HHI (b).

Drott

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	-	-	74,5	97	130	108
JEK/aktie	-	-	75	85	114	149
Kurs/JEK (%)	-	-	99	115	114	73
P/e	-	-	21	15	19	15
HHI (g)	-	-	0,136	0,141	0,159	0,278
HHI (b)	-	-	0,516	0,512	0,594	0,583

Tabell 5. Nyckeltal Drott 1998-2001

Analys

Det finns ett positivt samband mellan geografisk koncentration och kursutvecklingen. Detta samband är dock negativt för substansrabatten respektive p/e-talen. Den stora indexökning som kan observeras 2001 får ett direkt negativt genomslag på övriga nyckeltal.

Indexet för typ av fastighet uppvisar ett positivt samband med kursutvecklingen. För substansrabatt och p/e-tal kan ett negativt samband observeras. Detta är särskilt tydligt för p/e-talen.

FastPartner

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	10	8	7,2	7,3	7,8	5,7
JEK/aktie	19	15	16	17	19	19
Kurs/JEK (%)	54	52	46	44	41	30
P/e	neg	14	neg	neg	neg	neg
HHI (g)	0,147	0,134	0,185	0,149	0,160	0,162
HHI (b)	0,573	0,572	0,615	0,606	0,625	0,623

Tabell 6. Nyckeltal FastPartner 1996-2001

Analys

Både de geografiska och det kategorimässiga koncentrationsindexen uppvisar ett negativt samband med såväl kursutveckling som substansrabatt.

Då p/e-talen är negativa under i stort sett hela den studerade tidsperioden går dessa inte att jämföra med fokuseringstrenderna.

Heba

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	76,5	89,5	88	44,5	55,5	67,5
JEK/aktie	70	82	93	54	57	79
Kurs/JEK (%)	110	109	95	83	97	86
P/e	20	21	19	18	20	26
HHI (g)	0,552	0,593	0,592	0,614	0,614	0,653
HHI (b)	0,797	0,806	0,809	0,808	0,802	0,802

Tabell 7 Nyckeltal Heba 1996-2001

Analys

HHI (g) visar en tydlig positiv trend. Det finns dock inga direkta samband med de studerade nyckeltalen. Det finns ett negativt samband mellan geografiskt koncentrationsindex och kursutveckling respektive substansrabatt, och ett positivt samband med p/e-talen.

Det har inte förekommit någon tydlig trend eller några stora förändringar i HHI mot typ av fastighet under den studerade tidsperioden. Procentuellt sett har förändringarna varit mycket små (mindre än en procent). De eventuella samband som här kan observeras anses därför inte vara relevanta.

Hufvudstaden

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	49	30,5	23,5	29,5	31	26,3
JEK/aktie	38	32	30	35	26	21
Kurs/JEK (%)	130	95	78	84	117	124
P/e	51	30	32	27	38	28
HHI (g)	0,444	0,649	0,409	0,717	0,716	0,719
HHI (b)	0,823	0,777	0,959	0,945	0,945	0,945

Tabell 8. Nyckeltal Hufvudstaden 1996-2001

Analys

De stora svängningarna i geografisk koncentrationsindex under början av den studerade tidsperioden beror på att utlandsfastigheterna avyttrats och uppköpet av NK Cityfastigheter 1998. Ett negativt samband mellan HHI (g) och övriga nyckeltal kan utläsas.

Ett negativt samband kan ses mellan index mot typ av fastighet och övriga nyckeltal. Trots att koncentrationsindex legat konstant de senaste tre åren har övriga nyckeltal varierat betydligt. Detta tyder på att det funnits andra faktorer än renodling som påverkar börsvärdet.

LjungbergGruppen

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	62	74,5	85	94	192	85
JEK/aktie	56	60	84	107	142	75
Kurs/JEK (%)	110	124	102	88	135	113
P/e	33	20	16	14	26	16
HHI (g)	0,346	0,253	0,251	0,249	0,265	0,271
HHI (b)	0,563	0,642	0,652	0,652	0,667	0,677

Tabell 9. Nyckeltal LjungbergGruppen 1996-2001

¹⁾2001: fondemission 1:1

Analys

Kursutvecklingen uppvisar ett negativt samband med geografiskt koncentrationsindex. När det gäller substansrabatten finns det också ett negativt samband, däremot är detta samband positivt för p/e-talen.

Det kategorimässiga indexet uppvisar ett positivt samband med kursutveckling. När det gäller substansrabatten finns det inget tydligt samband med index då rabatten fluktuerat mellan åren men i stort inte förändrats nämnvärt. Däremot finns det ett tydligt negativt samband för p/e-talen.

Mandamus

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	-	-	45,5	53	65,5	69
JEK/aktie	-	-	60	83	86	90
Kurs/JEK (%)	-	-	75	64	76	76
P/e	-	-	15	12	14	13
HHI (g)	-	-	0,039	0,048	0,052	0,055
HHI (b)	-	-	0,534	0,583	0,607	0,643

Tabell 10. Nyckeltal Mandamus 1998-2001

Analys

Tydliga positiva samband kan ses mellan kursutveckling och de båda koncentrationsindexen. När det gäller substansrabatten finns det i princip inget samband med något index. Under en fyraårsperiod har rabatten endast minskat 1 % trots tydliga indexökningar. Denna relativt konstanta substansrabatt gör att de eventuella samband som kan utläsas inte anses relevanta. P/e-talens utveckling uppvisar ett negativt samband med de båda koncentrationsindexen, men även p/e-talen har uppvisat mycket små förändringar.

Realia

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	9	9	6,3	7,4	88	81
JEK/aktie	11	11	12	11	123	194
Kurs/JEK (%)	82	82	52	70	72	42
P/e	neg	19	10	6	8	7
HHI (g)	0,103	0,099	0,070	0,055	0,062	0,068
HHI (b)	0,520	0,542	0,518	0,505	0,500	0,501

Tabell 11. Nyckeltal Realia 1996-2001

¹⁾2000: omvänd split 10:1

Analys

Den geografiska koncentrationen uppvisar ett positivt samband med samtliga nyckeltal. Samma positiva samband gäller för den kategorimässiga koncentrationen och de övriga nyckeltalen. Tar man hänsyn till förändringarna från år till år är sambanden inte längre lika tydliga.

Tornet

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	104	113	118,5	118	152	139
JEK/aktie	114	116	117	136	191	225
Kurs/JEK (%)	92	97	102	87	79	62
P/e	19	19	25	18	16	13
HHI (g)	0,038	0,041	0,047	0,052	0,062	0,077
HHI (b)	0,588	0,585	0,577	0,577	0,571	0,587

Tabell 12. Nyckeltal Tornet 1996-2001

Analys

Den geografiska koncentrationstrenden är mycket tydlig. Ett positivt samband syns mellan index och kursutveckling. Substansrabatten och p/e-talen uppvisar ett negativt samband. Sedan 1998 är detta samband särskilt tydligt.

Det finns ett tydligt negativt samband mellan kursutveckling och beståndsmässig koncentration. För att se detta samband måste man gå in på de årsvisa förändringarna då koncentrationsindexet endast minskat marginellt från 1996 till 2001. För substansrabatt och p/e-tal går det inte att utläsa några direkta samband beroende på den marginella förändringen i HHI (b).

Wallenstam

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	56,5	50	44,4	47,5	65	73
JEK/aktie	68	76	96	103	111	115
Kurs/JEK (%)	83	66	46	46	59	64
P/e	-	40	24	11	17	17
HHI (g)	0,213	0,229	0,240	0,241	0,282	0,281
HHI (b)	0,592	0,572	0,554	0,519	0,523	0,519

Tabell 13. Nyckeltal Wallenstam 1996-2001

Analys

Ett positivt samband kan ses mellan HHI (g) och kursutvecklingen. Negativa trender finns mellan indexet och substansrabatt respektive p/e-talen.

Trots att index för typ av fastighet minskar under perioden så ökar kursen, alltså kan ett negativt samband ses här. När det gäller substansrabatten och p/e-talen ser vi här positiva samband med nämnda index.

Wihlborgs

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	15,9	13,5	8,4	9,5	13	14,2
JEK/aktie	14	15	15	15	13	22
Kurs/JEK (%)	117	91	58	62	98	64
P/e	55	26	12	9	14	13
HHI (g)	0,275	0,174	0,146	0,148	0,153	0,154
HHI (b)	0,541	0,657	0,562	0,570	0,597	0,639

Tabell 14. Nyckeltal Wihlborgs 1999-2001

Analys

Ett mycket tydligt positivt samband går att urskilja mellan HHI (g) och kursutvecklingen, såväl i uppgång som i nedgång. Även för substansrabatten finns det ett tydligt samband, med undantag för 2001. Ett positivt samband går att utläsa med p/e-talens utveckling.

Mellan HHI (b) och kursutvecklingen finns det också ett tydligt positivt samband. Mellan index och substansrabatt respektive p/e-tal finns det ett negativt samband. Det är intressant att notera att substansrabatten ökat avsevärt trots en stor ökning i HHI (b).

Capona

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	-	-	-	37	57,5	53
JEK/aktie	-	-	-	40	55	63
Kurs/JEK (%)	-	-	-	93	105	85
P/e	-	-	-	9	12	11
HHI (g)	-	-	-	0,055	0,053	0,055
HHI (b)	-	-	-	0,905	0,917	0,916

Tabell 15. Nyckeltal Capona 1999-2001

Analys

Vid analys av Capona är det viktigt att påpeka att detta är ett nischat hotellfastighetsbolag. Det går att utläsa ett tydligt negativt samband mellan geografisk koncentration och de olika studerade nyckeltalen. Det är dock logiskt för ett hotellfastighetsbolag att diversifiera då det utökar sitt bestånd. Ett sjunkande geografisk koncentrationsindex kan därför anses positivt för ett hotellfastighetsbolag.

Det finns ett tydligt positivt samband mellan kategorimässig koncentration och de olika studerade nyckeltalen.

För Capona finns endast data från en treårsperiod vilket gör det svårt att säkerställa eventuella samband.

Pandox

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs	-	55	58	67	96	75
JEK/aktie	-	53	64	68	81	71
Kurs/JEK (%)	-	105	90	99	118	106
P/e	-	31	14	13	14	10
HHI (g)	-	0,101	0,070	0,057	0,053	0,058
HHI (b)	-	0,800	0,833	0,835	0,829	0,831

Tabell 16. Nyckeltal Pandox 1997-2001

Analys

Vid analys av Pandox är det viktigt att påpeka att detta är ett nischat hotellfastighetsbolag. Kursutvecklingen har ett tydligt negativt samband med den geografiska koncentrationen. Det är logiskt för ett hotellfastighetsbolag att diversifiera då det utökar sitt bestånd. Ett sjunkande geografisk koncentrationsindex kan därför anses positivt för ett hotellfastighetsbolag.

Substansrabatten är i princip oförändrad, inga samband kan utläsas. För p/e-talen finns det ett positivt samband.

Den kategorimässiga koncentrationen uppvisar inga större förändringar under de senaste fyra åren vilket påverkar sambandens relevans. För kursutveckling finns det ett positivt samband. Substansrabatten har däremot ett negativt samband. Detta negativa samband är ännu tydligare för p/e-talen.

Kungsleden

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kurs		-	-	77	92,5	117
JEK/aktie	-	-	-	85	118	113
Kurs/JEK (%)	-	-	-	90	78	103
P/e	-	-	-	7	8	10
HHI (g)	-	-	-	0,026	0,030	0,033
HHI (b)	-	-	-	0,858	0,907	0,849

Tabell 17. Nyckeltal Kungsleden 1999-2001

Analys

Kungsleden har ingen direkt strategi avseende fokusering. De förändringar som sker i indexen är därför inte en följd av en fokuseringsstrategi och bör därför inte heller påverka övriga nyckeltal. För Kungsleden har vi dessutom endast data från en treårsperiod vilket gör det svårt att säkerställa eventuella samband.

6.2 Sammanfattning

Koncentrationen mot geografiska delmarknader ska enligt teorin inte ha någon större inverkan på marknadens värdering av bolaget. Det innebär att en ökad eller minskad geografisk koncentration av beståndet inte automatiskt kommer att påverka de studerade nyckeltalen. I den mån de påverkar bör dock ökad koncentration leda till positiva effekter. Trots detta kan ett negativt samband utläsas mellan geografisk koncentration och substansrabatt, d v s att då index ökar, ökar också substansrabatten eller att då index minskar, minskar också substansrabatten. Ett positivt samband kan ses mellan koncentrationsindex och kursutveckling. När det gäller p/e-talen finns inget tydligt samband med det geografiska koncentrationsindexet. Det är viktigt att poängtera att de tendenser som kan observeras när det gäller sambanden mellan geografisk koncentration och de olika nyckeltalen inte är statistiskt säkerställda.

HHI (g) – kursutveckling

Positivt samband

HHI (g) – substansrabatt

Negativt samband

HHI (g) – p/e-tal

Inget samband

En ökning av koncentrationsindex mot typ av fastighet bör teoretiskt leda till högre börsvärde, d v s högre kurs, därför läggs större vikt vid denna faktor. Högre kurs leder till att substansrabatten minskar under förutsättning att substansvärdet inte ökar i motsvarande eller högre utsträckning. En positiv utveckling av p/e-talet innebär högre värdering av bolaget och vice versa. Då ett företag går mot ökad koncentration innebär det att p/e-talens trend också bör vara positiv. Generellt observeras en ökning av indexvärdena för kategorimässig fokusering. Detta borde, enligt teorin, leda till högre börsvärde hos bolagen och även påverka de övriga nyckeltalen. Resultaten tyder inte på att så är fallet. Med den tendensundersökning som gjorts

kan inga tydliga samband observeras under den studerade tidsperioden när det gäller fokusering mot typ av fastighet och de olika nyckeltalen. När det gäller kursutveckling ses ett positivt samband mellan denna och HHI (b) i sex fall, ett negativt samband i fyra fall, samt ett fall där det inte går att utläsa någon trend överhuvudtaget. Utvecklingen är inte tydligare för substansvärdet eller p/e-talen. Dessa data anses inte vara tillräckligt tydliga för att dra några säkra slutsatser.

HHI (b) – kursutveckling	Inget samband
HHI (b) – substansrabatt	Inget samband
HHI (b) – p/e-tal	Inget samband

En orsak till att det förväntade sambandet, att ökat index leder till positiva reaktioner på marknaden, inte kan observeras kan bero på att olika tidsperioder har använts i denna studie jämfört med tidigare studier.

De nischade hotellfastighetsbolagen innehar en särställning. Då dessa expanderar innebär det oftast också att de utökar antalet orter de är representerade på. Det visar sig att en geografisk diversifiering uppskattas på börsen, kursen ökar. När det gäller kategorimässig fokusering reagerar kursutvecklingen för hotellfastighetsbolagen enligt teorin, d v s när index ökar så ökar kursen. När det gäller värdering finns det inga tydliga samband mellan koncentrationsindexen och substansrabatt eller p/e-tal.

7. Är fokuserade bolag högre värderade än diversifierade

I detta kapitel har bolagen kategoriserats, såväl geografiskt som mot typ av fastighet, och jämförts för att se om fokuserade bolag har en högre värdering på aktiemarknaden än bolag med diversifierat bestånd. Värderingen utgår från respektive bolags substansrabatt eller substanspremie för år 2001.

7.1 Geografisk fokusering

I tabell 18 är de börsnoterade bolagen som ingår i studien indelade i två kategorier, fokuserade respektive diversifierade. Indelningen är gjord enligt egna bedömningar av bolagens bestånd och med Herfindahl-Hirschman Index som grund.

Geografiskt fokuserade bolag	Substansrabatt-/ premie
Drott	-27
Heba	-14
Hufvudstaden	24
LjungbergGruppen	13
Wallenstam	-36
	Genomsnitt
	-8
Geografiskt diversifierade bolag	Substansrabatt-/ premie
Capona	-15
Castellum	-31
FastPartner	-70
Kungsleden	3
Mandamus	-24
Pandox	6
Realia	-58
Tornet	-38
Wihlborgs	-36
	Genomsnitt
	-29

Tabell 18. Geografisk fokuserade resp. diversifierade bolags värdering på börsen 2001

Analys

De geografiskt fokuserade bolagen har en genomsnittlig substansrabatt på 8 %. Denna ska jämföras med de geografiskt diversifierade bolagen vars substansrabatt är hela 29 %. Det visar sig att fokuserade bolag i snitt har en klart högre värdering på börsen än diversifierade. Detta talar för att de börsnoterade bolagen bör föra en aktiv fokuseringsstrategi avseende geografiska delmarknader.

7.2 Fokus mot typ av fastighet

I tabell 19 har de börsnoterade bolagen delats upp i tre kategorier, de som är fokuserade mot bostäder respektive lokaler samt de diversifierade. Indelningen är gjord enligt egna bedömningar av bolagens bestånd och med Herfindahl-Hirschman Index som grund.

Fokuserade mot bostäder	Substansrabatt-/ premie
Heba	-14
Mandamus	-24
	Genomsnitt
	-19
Fokuserade mot lokaler	Substansrabatt-/ premie
Capona	-15
Castellum	-31
Hufvudstaden	24
Kungsleden	3
Pandox	6
	Genomsnitt
	-3
Diversifierade	Substansrabatt-/ premie
Drott	-27
FastPartner	-70
LjungbergGruppen	13
Realia	-58
Tornet	-38
Wallenstam	-36
Wihlborgs	-36
	Genomsnitt
	-36

Tabell 19. Kategorimässigt fokuserade resp. diversifierade bolags värdering på börsen 2001

Analys

I kategorin fokusering mot bostäder finns endast två bolag. Deras genomsnittliga substansrabatt är 19 %. Även bolag som är fokuserade mot lokaler har en substansrabatt. Denna är dock så låg som 3 %. Såväl bolag som fokuserar mot bostäder som de som fokuserar mot lokaler handlas alltså med substansrabatt på aktiemarknaden. Denna rabatt är dock avsevärt lägre än den som de diversifierade bolagen handlas med. Det bör alltså vara fördelaktigt att fokusera kategorimässigt, främst mot lokaler, eftersom dessa bolag uppvisar den lägsta substansrabatten.

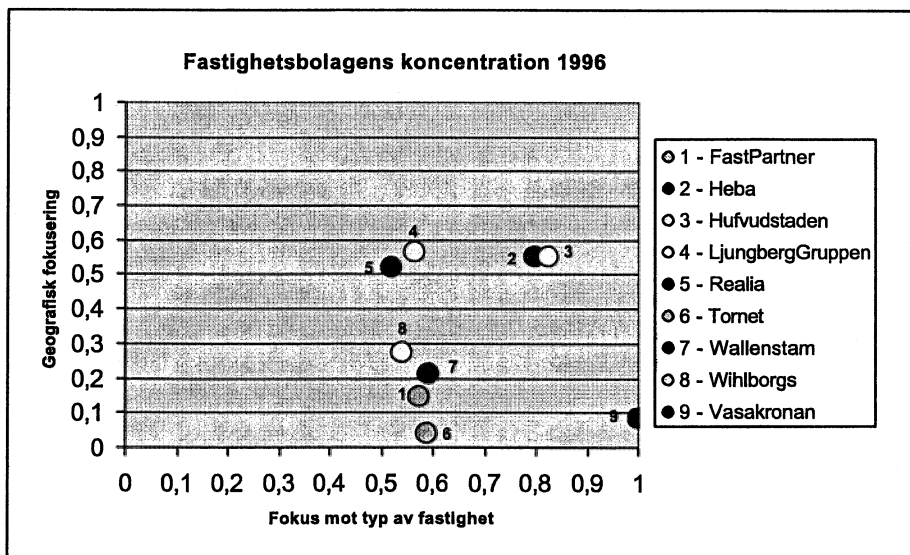
8. Slutsats

Detta kapitel innehåller de slutsatser som kan dras av uppsatsen, uppdelat på hur väl bolagen följt sina strategier samt hur aktiemarknaden reagerat på den ökade fokuseringen. Teori, resultat och analys har knutits samman för att besvara hypoteserna.

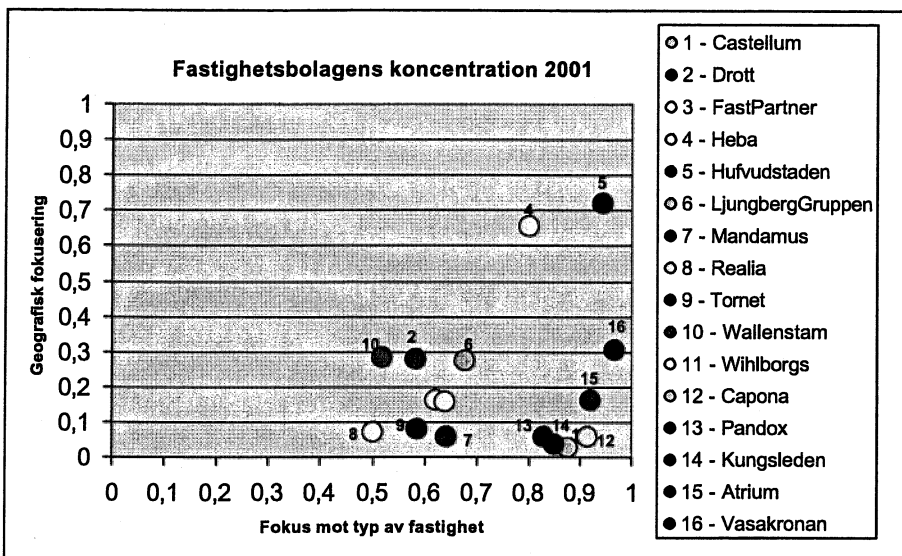
8.1 Fokusering och strategi

De börsnoterade fastighetsbolagens affärsidéer och strategier avseende såväl geografisk fokusering som fokusering mot typ av fastighet återspeglas i deras portföljsammansättning. De indexberäkningar som genomförts årligen under en sexårsperiod visar att bolagen generellt går mot geografiskt och kategorimässigt ökad fokusering. Då de statistiska värdena jämförs med bolagens affärsidéer och strategier ser man att dessa följs väl åt.

Figureerna nedan visar de undersökta bolagens fokusering avseende såväl geografisk delmarknad som fastighetskategori. De båda figurena är baserade på egna beräkningar av bolagens bestånd. Ju närmre det övre högra hörnet ett bolag ligger, desto mer koncentrerat bestånd har det. Genom att jämföra figur 21 som visar bolagens koncentration vid årsskiftet 1996/1997 med figur 22 som visar bolagens koncentration vid årsskiftet 2001/2002 kan man se respektive bolags förändring. Skillnaden mellan antalet bolag i de båda figurena beror på att endast nio av 16 av de studerade bolagen var börsnoterade vid årsskiftet 1996/1997.



Figur 21. De undersökta bolagens koncentration år 1996



Figur 22. De undersökta bolagens koncentration år 2001

Ett flertal undantag från trenden mot ökad fokusering kan ses om man studerar förändringarna från ett år till nästa. Detta förklaras av att ett bolag under året genomfört större förvärv och därmed också fått en del fastigheter som ligger utanför bolagets prioriterade marknader. Detta anses inte betyda en avvikelse från en fokuseringsstrategi, under förutsättning att bolaget aktivt arbetar för att sälja fastigheterna inom de oprioriterade marknaderna.

Nästan samtliga studerade bolag har någon form av fokuseringsstrategi, främst mot geografiska delmarknader. Studerar man de förekommande fokuseringstrenderna ser man också att den geografiska koncentrationen ökar mer än den kategorimässiga. Detta innebär inte att bolagen inte följt sin kategorimässiga strategi i motsvarande utsträckning utan att denna strategi inte är lika vanligt förekommande.

Även de nischade hotellfastighetsbolagen och Kungsleden, vars strategier skiljer sig från övriga bolag, har följt sina affärsidéer och strategier väl vilket också återspeglas i deras portföljsammansättning.

8.2 Fokuseringens inverkan på aktiemarknaden

Tidigare studier har visat att aktiemarknaden värderar fokuserade bolag högre än diversifierade bolag. Detta gäller särskilt för kategorimässigt fokuserade bolag. Genom att öka beståndets fokusering bör därför bolagets börsvärde öka och dess substansrabatt därmed minska.

Detta arbete har varken kunnat bevisa eller förkasta det förväntade sambandet. De båda fokuseringstrenderna har jämförts, "allt annat lika", med utvalda nyckeltal under den period då bolagen varit börsnoterade. Denna tendensundersökning kan för den studerade tidsperioden inte entydigt visa ett samband mellan ökad fokusering och positiv utveckling på

börsen. Detsamma gäller för sambandet mellan ökad fokusering och högre värdering (=lägre substansrabatt) på aktiemarknaden.

Däremot visar studien att de fokuserade bolagen, både avseende geografisk delmarknad och fastighetskategori, vid årsskiftet 2000/2001 var högre värderade på börsen än de diversifierade bolagen.

Källförteckning

Litteratur

- Bejrums, H. & Lundström, S., 1996, *Fastighetsekonomi – Hyresfastigheter*. Catella Property Consultants, Stockholm.
- Bengtsson, N. & Polesie, T., 1998, *Från fastighetskris till Castellum – en studie av gestaltning och styrning*. SNS Förlag, Borgå, Finland.
- Bengtsson, L. & Skärvad, P-H., 1988, *Företagsstrategiska perspektiv*. Studentlitteratur, Lund.
- De Ridder, A., 2000, *Finansiell ekonomi*. Norstedts Juridik AB, Stockholm.
- Fernström, G., 1994, *Fastighetsföretagaren inför 2000-talet*. Byggförlaget, Stockholm.
- Hansen, A. & Norlin, M., *Discounts on Swedish Real Estate Companies – A theoretical and empirical analysis*. Examensarbete vid Handelshögskolan, Stockholm.
- Haskel, A., 2000, *Lär dig tolka och förstå årsredovisningar*. Aktiespararnas Bokförlag.
- Hägg, C., 1990, *Fastigheter och fastighetsaktier*. Studentlitteratur, Lund.
- Liljedahl, O., 2000. *Vinnande konkurrensstrategier – grunder och tillämpningar*. Liber Ekonomi, Malmö.
- Lundström, S., 1990, *Fastighetsportföljer inom privata och offentliga fastighetsföretag*. Meddelande 5:32, Inst. Fastighetsekonomi, Sekt. Lantmäteri, KTH, Stockholm.
- Markowitz, H., 1959. *Portfolio selection: efficient diversification and investments*. Wiley, New York.
- Thermaenius, J. & Trotzig, J., 1999, *Beståndsförändringar hos börsnoterade fastighetsföretag*. Examensarbete vid Avd för bygg- och fastighetsekonomi, KTH, Stockholm.
- Vinell, L., 1996, *Vitaliserad fastighetsmarknad genom nya investeringsvägar*. Research Reports No 1996:7, School of Business, Stockholm.

Årsredovisningar

- Atrium, 1999-2001
Capon, 1999-2001
Castellum, 1997-2001
Drott, 1998-2001
FastPartner, 1996-2001
Heba, 1996-2001
Hufvudstaden, 1996-2001
Kungsleden, 1999-2001
LjungbergGruppen, 1996-2001
Mandamus, 1998-2001
Padox, 1997-2001
Realia, 1996-2001

Tornet, 1996-2001
Vasakronan, 1996-2001
Wallenstam, 1996-2001
Wihlborgs, 1996-2001

Intervjuer

Johansson, A., VD, Mandamus, 2002-01-25
Sternér, M., koncernekonomischef och Andersson, M., controller, Kungsliden 2002-03-22
Nylander, A., vVD och fastighetschef, LjungbergGruppen, 2002-03-22
Eliasson, I., finanschef, Realia, 2002-03-22

Internet

Internet 1: US Department of Justice, *The Herfindahl-Hirschman Index*. (2001-12-18),
<http://www.usdoj.gov/atr/public/testimony/hhi.htm>

Internet 2: SFI, *2000 års resultat av SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex*. (2001-02-18),
<http://www.fastighetsindex.se>

Internet 3: Fastighetsvärlden, *Måste ett bud till för att få bort substansrabatten*. (2002-02-20),
<http://www.fastighetsvarlden.se/tidningen/b/nr5-00-subrabatt.htm>

Internet 4: Constellator, *Börsbolag – avnoterade aktier*. (2002-03-19),
<http://www.constellator.se/not/xsse/avnoterade.shtml>

Tidskrifter

Aktieindikatorn. *Affärsvärlden*, nr 1-3, 1997. *Affärsvärlden*, nr 1-3, 1998. *Affärsvärlden*, nr 1-2, 1999¹. *Affärsvärlden*, nr 1-2, 2000. *Affärsvärlden*, nr 1-2, 2001. *Affärsvärlden*, nr 1-2, 2002.

Den schizofrena fastighetsvärlden. *Affärsvärlden*, nr 25-32, 1999², s 34-36.

Koncentration och renodling premieras. *Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen*, 3:97, Leimdörfer & Partners.

Förvärv skapar mervärde – för aktieägarna i de uppköpta bolagen. *Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen*, 1:99, Leimdörfer & Partners.

Rabatt på fastighetsaktier är motiverad - om bolagen inte kan tillföra mervärde. *Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen*, 1:00, Leimdörfer & Partners.

Faktorer som påverkar värderingen av noterade fastighetsbolag. *Fastighetsmarknaden och de noterade fastighetsbolagen*, 1:01, Leimdörfer & Partners.

Övrigt

Lind, H, 2000, *Jakten på det optimala fastighetsbeståndet: om beståndsförändringar på den svenska fastighetsmarknaden*. Stockholm

Prop 2000/01:19, *Bättre förutsättningar för värdepapperisering*.

Trask, T., m fl, 2000-12-11, *Rating Real Estate Companies Across the EU*. Standard & Poor.

Figurförteckning

Figur 1. De undersökta bolagens koncentration år 1996.....	13
Figur 2. Sambandet mellan avkastning och korrelation för en portfölj med två tillgångar	22
Figur 3. Sambandet mellan avkastning och risk	22
Figur 4. Diversifieringens effekt på total risk	23
Figur 5. HHI för Castellum 1996-2001	39
Figur 6. HHI för Drott 1998-2001.....	40
Figur 7. HHI för FastPartner 1996-2001.....	40
Figur 8. HHI för Heba 1996-2001.....	41
Figur 9. HHI för Hufvudstaden 1996-2001.....	42
Figur 10. HHI för LjungbergGruppen 1996-2001	42
Figur 11. HHI för Mandamus 1998-2001	43
Figur 12. HHI för Realia 1996-2001	43
Figur 13. HHI för Tornet 1996-2001	44
Figur 14. HHI för Wallenstam 1996-2001	45
Figur 15. HHI för Wihlborgs 1996-2001	46
Figur 16. HHI för Capona 1999-2001.....	46
Figur 17. HHI för Pandox 1997-2001	47
Figur 18. HHI för Kungsleden 1999-2001	47
Figur 19. HHI för Atrium 1999-2001.....	48
Figur 20. HHI för Vasakronan 1996-2001	49
Figur 21. De undersökta bolagens koncentration år 1996.....	72
Figur 22. De undersökta bolagens koncentration år 2001.....	73

Tabellförteckning

Tabell 1. Fastighetsbolagen strategier	35
Tabell 2. HHI avseende geografiska delmarknader	37
Tabell 3. HHI avseende koncentration mot typ av fastighet.....	38
Tabell 4. Nyckeltal Castellum 1996-2001.....	62
Tabell 5. Nyckeltal Drott 1998-2001	63
Tabell 6. Nyckeltal FastPartner 1996-2001.....	63
Tabell 7 Nyckeltal Heba 1996-2001	64
Tabell 8. Nyckeltal Hufvudstaden 1996-2001	64
Tabell 9. Nyckeltal LjungbergGruppen 1996-2001	64
Tabell 10. Nyckeltal Mandamus 1998-2001	65
Tabell 11. Nyckeltal Realia 1996-2001.....	65
Tabell 12. Nyckeltal Tornet 1996-2001	66
Tabell 13. Nyckeltal Wallenstam 1996-2001.....	66
Tabell 14. Nyckeltal Wihlborgs 1999-2001.....	66
Tabell 15. Nyckeltal Capona 1999-2001.....	67
Tabell 16. Nyckeltal Pandox 1997-2001	67
Tabell 17. Nyckeltal Kungsleden 1999-2001.....	68
Tabell 18. Geografisk fokuserade resp. diversifierade bolags värdering på börsen 2001	70
Tabell 19. Kategorimässigt fokuserade resp. diversifierade bolags värdering på börsen 2001	71

Bilaga I Definitioner av nyckeltal

Finansiella nyckeltal

Kurs / JEK – Kurs i förhållande till justerat eget kapital.

JEK baseras på senaste lämnade hel- eller delårsrapport och definieras som synligt eget kapital plus 80 % av övervärden i fastigheter och 100 % av övervärden i övriga reelltillgångar. Reelltillgångarnas värde justeras kontinuerligt. (Afv, 1996)

Varför är detta nyckeltal viktigt: Fastighetsbolag bör inte värderas utifrån sitt synliga resultat då dess vinst till stor del består av orealiserad värdetillväxt. Genom att justera det egna kapitalet med hänsyn till eventuella övervärden får man en mer rättvisande bild över företagets nettotillgångar, d v s substansvärdet. (Hägg, 1990)

Nyckeltalet visar om aktien handlas med substansrabatt eller substanspremie på börsen, substansrabatt-/premie = 1 minus kurs/JEK. Om marknadsvärdet på företagets tillgångar, substansvärdet, överstiger börskursen handlas aktien med rabatt, vilket kan tyda på en låg värdering på börsen.

P / e-tal – Aktiekurs i förhållande till prognosticerad vinst.

Vinstprognosen avser synligt resultat belastat med skatteprognos. (Afv, 1996)

Varför är detta nyckeltal viktigt: P/e-talet kan användas för att bedöma en akties värdering. Det bör jämföras med branschens genomsnitt eller ett på annat sätt motiverat p/e-tal. Ett lägre p/e-tal än det motiverade innebär att aktien är lågt värderad eller att kursen återspeglar ogynnsamma förväntningar på företagets framtid. Ett högre p/e-tal än det motiverade innebär att aktien är övervärderad eller att företagets framtidsutsikter är gynnsamma. (Haskel, 2000)

Direktavkastning – Utdelningsprognos i förhållande till aktiekurs. (Afv, 1996)

Varför är detta nyckeltal viktigt: Direktavkastningen är den kontanta ersättningen en aktieägare erhåller årligen (aktiens direktavkastning får inte förväxlas med fastigheters direktavkastning vilken beräknas som driftnettot uttryckt som procentandel av fastigheternas marknadsvärde). Direktavkastningen kan jämföras med t ex bankräntan. En hög direktavkastning gör aktien attraktiv som placering i lågräntetider. Direktavkastning + Värdeutveckling = Totalavkastning.

Bilaga II Presentation av valda bolag

Nedan följer en kort presentation av de bolag som ingår i studien. Informationen är hämtad från bolagens årsredovisningar för år 2001.

Atrium Fastigheter

Affärsidé: Atrium ska i svenska tillväxtorter äga, förvalta, förädla och utveckla fastigheter med inriktning på lokaler och kontor.

Strategi: Atrium har ett flertal detaljerade strategier. I princip går de ut på att renodla fastighetsbeståndet till köpcentrum i svenska stadskärnor och externt belägna centrumanläggningar och köpcentrum i orter med minst 50 000 invånare, samt kontorslokaler i Stockholms stad. Strategin är också att koncentrera beståndet söder om axeln Gävle-Borlänge-Karlstad.

Atrium bildades 1999 och förvaltar fastigheter från olika delar av konsumentkooperationen. Bolaget har som mål att bli ledande inom centrumanläggningar och butiksgallerior. Geografiskt är beståndet diversifierat med tyngdpunkt i Stockholmsregionen och södra Sverige. Beståndet består till största delen av butiksfastigheter. Av de studerade bolagen har Atrium den största andelen butiksytta i förhållande till total uthyrningsbar yta.

Beståndet består av 77 kommersiella fastigheter med en total uthyrningsbar yta på drygt 554 000 kvm.

Capona

Affärsidé: att äga och aktivt förvalta hotellfastigheter på den nordiska hotellmarknaden.

Strategi: Caponas strategi avseende hotellfastighetsbeståndet är att koncentrera portföljen till storstadsregioner och till regionstäder i Norden. Hotellen ska ha minst 75 rum och ligga i segmentet mellan- till högklass. Capona ska aktivt delta i omstruktureringen av hotellfastighetsmarknaden samt driva viss egen hotelloperatörsverksamhet. Satsning på långsiktiga samarbeten med professionella operatörer och distributörer med starka och välkända varumärken, samt omsättningsbaserade hyresavtal.

Capona är ett nischat hotellfastighetsbolag med fokus på den nordiska marknaden. Det stora beroendet av en enda bransch särskiljer Capona från de flesta andra fastighetsbolag. Ett hotellfastighetsföretags utveckling är dessutom till stor del beroende av ländernas utveckling där det är representerat. Den nordiska hotellmarknaden är under omstrukturering med Capona som en aktiv part. Företaget driver egen operatörsverksamhet vilket bibehåller kompetens inom företaget. Capona äger två fastigheter i Finland, en marknad med stora möjligheter för fortsatt expansion.

Caponas hotellfastigheter är lokaliserade till bra lägen i storstäder och regionstäder i Sverige, Norge, Danmark och Finland, med tyngdpunkt i Sverige. Portföljen består av 42 hotellfastigheter med cirka 6 700 rum. Den totala uthyrningsbara ytan består av cirka 313 000 kvm.

Castellum

Affärsidé: att utveckla och förädla fastighetsbeståndet med inriktning på bästa möjliga resultat- och värdetillväxt genom att med lokal närvaro på utvalda marknader i Sverige erbjuda lokaler och bostäder anpassade till hyresgästernas behov.

Strategi: Castellums strategi för fastighetsbeståndet är att satsa på kommersiella fastigheter i utvalda geografiska områden med god utvecklingspotential där man kan uppnå rationella förvaltningsenheter. En viss fortsatt koncentration av beståndet eftersträvas, såväl geografiskt som kategorimässigt. Investeringar ska främst inriktas på kommersiella fastigheter. Fördelningen mellan olika fastighetskategorier ska vara väl avvägd med hänsyn till bl a risk.

Castellum börsnoterades 1997 och är nu Stockholmsbörsens (O-listan) tredje största fastighetsbolag. Dess verksamhet är decentraliserad med sex lokala dotterbolag som under egna namn äger och förvaltar fastigheterna. Verksamheten är koncentrerade till i huvudsak kommersiella lokaler i Storgöteborg, Öresundsområdet, Storstockholm, västra Småland och Mälardalen.

Beståndet består nästan uteslutande av kommersiella lokaler och omfattar 526 fastigheterna i 33 kommuner med en total uthyrningsbar yta på drygt 2,3 miljoner kvm.

Drott

Affärsidé: Drott ska i tillväxtområden förvärva, utveckla och förvalta kommersiella fastigheter och bostäder samt, vid lämpliga tillfällen, realisera upparbetade värden i färdigutvecklade fastigheter.

Strategi: För att uppnå målen har Drott valt följande strategier:

- koncentration till attraktiva kontors- och bostadsfastigheter i regioner där Sverige växer snabbast,
- fokusering på kundernas behov,
- projektutveckling och fastighetsaffärer,
- effektiv kapitalstruktur,
- målstyrt ledarskap samt engagerade och motiverade medarbetare.

Drott är sedan börsintroduktionen 1998 Sveriges största noterade (O-listan) fastighetsbolag. Bolaget har sedan dess genomfört fastighetsförvärv för stora belopp, bl a de båda börsnoterade bolag och Balder. Drott inriktar sig på de svenska storstadsregionerna där man strävar efter en fortsatt koncentration av sitt bestånd till ändamålsenliga fastigheter i attraktiva stadsdelar i växande regioner. Attraktiva fastigheter för Drott är framför allt väl belägna bostads- och kontorsfastigheter i områden med god efterfrågan. Hyresintäkterna kommer nästan uteslutande från Stockholm, Göteborg och Malmö. Beståndet är fördelat på 70 % kommersiella ytor och 30 % bostäder.

Drotts fastighetsbestånd består av 521 fastigheter i 24 kommuner. Den totala uthyrningsbara ytan uppgår till ca 3 335 000 kvm.

FastPartner

Affärsidé och strategi: att äga och förvalta egna fastigheter i expansiva orter, förvalta fastigheterna i rationella och koncentrerade enheter, prioritera kommersiella fastigheter och projektfastigheter i Stockholm, prioritera värdetillväxt och kassaflöden samt i harmoni med tillväxt i värden, resultat och kassaflöden i fastighetsrörelsen investera i och utveckla företag inom IT och medicinsk teknik.

FastPartner börsnoterades 1994 (O-listan) och gick 1996 samman med Landeriet. Det viktigaste verksamhetsområdet är fastigheter. Om fastigheternas överskott inte behöver reinvesteras i fastighetsrörelsen kan det dock användas till icke fastighetsrelaterade investeringar. FastPartner äger och förvaltar fastigheter i Sverige och Norge (under avveckling), främst kommersiella lokaler. Den prioriterade marknaden är främst Stockholmregionen men även Göteborg och Gävle. Man har även ökat fokuseringen på nya projektfastigheter i Stockholm.

Fastighetsbeståndet består av 86 bebyggda fastigheter i Sverige och två i Norge. Den uthyrningsbara ytan består av 470 000 kvm.

Heba

Affärsidé: Heba ska erbjuda ett attraktivt boende med en hög servicenivå gentemot hyresgästerna i väl underhållna fastigheter, företrädesvis i Stockholm.

Strategi: De fastigheter som förvärvas ska komplettera beståndet av flerbostadshus i Stockholmsområdet och motsvara höga krav avseende läge, kvalitet och avkastning. Förvärven ska bidra till att allt rationellare förvaltningsområden skapas. Efter hand som beståndet av bostadsfastigheter i Stockholmsområdet ökar aktualiseras frågan om att sälja fastigheterna i Borlänge liksom fastigheter med ett dominerande inslag av kommersiella lokaler.

Heba bildades 1952 och är sedan 1994 noterat på Stockholmsbörsens O-lista. Bolaget äger till övervägande del bostadsfastigheter i Stockholm men även i Lidingö och Borlänge. Endast 10 % av den uthyrningsbara ytan ligger utanför Stockholmsregionen. Detta gör att hyresrisken är mycket låg. Dessutom ligger Heba bra till vid ett eventuellt införande av marknadshyror för bostäder. Heba är ett av börsens mest koncentrerade bolag såväl geografiskt som kategorimässigt.

Hebas bestånd består av 58 fastigheter med en uthyrningsbar yta på ca 218 000 kvm.

Hufvudstaden

Affärsidé: att i egna fastigheter i centrala Stockholm och centrala Göteborg erbjuda framgångsrika företag högkvalitativa kontors- och butikslokaler på attraktiva marknadsplatser.

Strategi: för att uppnå sina finansiella mål och verksamhetsbaserade mål skall man arbeta med kundfokus, kvalitet, kompetensutveckling och affärsutveckling.

Hufvudstaden bildades 1915 och börsintroducerades (numera på A-listan) redan 1938. Bolaget är uppdelat på tre affärsområden; Stockholm, Göteborg och NK (NK Cityfastigheter förvärvades 1998). Efter beslut om att fokusera verksamheten på renodlade kommersiella fastigheter i Sverige har den tidigare utländska verksamheten skiftats ut till aktieägarna samt

bostadsfastigheterna sålts av. Denna koncentration på kommersiella lokaler i attraktiva innerstadslägen i expansiva regioner ger företaget en unik ställning bland de börsnoterade bolagen. Den klart dominerande huvudägaren är Lundbergföretagen med nästan 90 % av rösterna.

Hufvudstadens bestånd består av endast 35 fastigheter med en uthyrningsbar yta på ca 435 000 kvm. 83 % av beståndet finns i Stockholm, 17 % i Göteborg.

Kungsleden

Affärsidé: att äga och förvalta fastigheter med långsiktigt hög och stabil direktavkastning.

Strategi: målen ska nås genom att vidareutveckla en kompetent och affärsmässig organisation, sträva efter nöjda kunder genom aktiv förvaltning och förädling av beståndet samt med utgångspunkt i befintligt bestånd och genom köp och försäljningar säkerställa en långsiktigt hög avkastning (> 8,5 % direktavkastning)

För Kungsleden (bolaget noterades 1999 på Stockholmsbörsens O-lista) är avkastningen viktigare än fastighetens kategori och läge. Kungsledens huvudinriktningar är förvaltning och handel med fastigheter vilket skiljer bolaget från övriga noterade fastighetsbolag. Bolaget genomför årligen ett mycket stort antal transaktioner. En viktig del av verksamheten är att strukturera heterogena bestånd genom att sälja de fastigheter som passar bättre hos andra ägare. Genom transaktioner har beståndets geografiska och beståndsmässiga spridning minskat och är numera till 60 % koncentrerat till Storstockholm, Storgöteborg och Öresundsregionen. Under 2001 förvärvades ett större bestånd av äldreboendefastigheter.

Beståndet omfattar 455 fastigheter i 129 kommuner, med en uthyrningsbar yta på drygt 1,9 miljoner kvm. Intressant är att Kungsledens fastigheter klassificeras som omsättningstillgångar.

LjungbergGruppen

Affärsidé: att äga, utveckla och förvalta fastigheter i Stockholmsregionen. Värdeutveckling och tillväxt ska skapas genom att med ett långsiktigt lönsamhetstänkande utveckla och förvalta fastigheter i nära kontakt med marknaden.

Strategi: bolagets strategi är att förvärva utvecklingsbara fastigheter och mark i tillväxtlägen och genom ett aktivt utvecklingsarbete skapa attraktiva lokaler för arbete och handel samt bostäder. Fastighetsbeståndet ska vara geografiskt koncentrerat till Stockholmsregionen med inriktning mot större förvaltningsenheter på starka delmarknader.

LjungbergGruppen noterades 1994 på Stockholmsbörsens O-lista. Bolaget bedriver både fastighetsförvaltning samt projekt- och entreprenadverksamhet, med tyngdpunkt på förvaltning. Inriktningen är att förvärva utvecklingsbara fastigheter och mark i tillväxtlägen och sedan genom lokal närvaro och ett aktivt utvecklingsarbete skapa attraktiva fastigheter. Det förvaltade beståndet utgör större förvaltningsenheter i Stockholms innerstad, Kista, Järfälla, Nacka och Södertälje.

Beståndet består av 27 fastigheter i 5 kommuner med en uthyrningsbar yta på cirka 343 000 kvm med Kista som största delmarknad.

Mandamus

Affärsidé: att äga, utveckla och förvalta bostadsfastigheter med hög direktavkastning främst inom tillväxtområden i södra och mellersta Sverige.

Strategi: fortsatt koncentration av fastighetsbeståndet vad gäller geografiska delmarknader och fastighetskategori. Mandamus fokuserar också på låg risk och hög långsiktig avkastning.

Mandamus har sitt ursprung i Föreningssparbanken och hade vid bildandet ett mycket diversifierat bestånd. Sedan börsnoteringen 1998 (numera noterat på Attract 40) har detta bestånd i hög grad omstrukturerats. Mindre fastigheter utanför kärnområdena, som till stor del utgjorts av kontors- och industrifastigheter samt varit irrationella förvaltningsobjekt, har avyttrats. Samtidigt har man förvärvat relativt stora bostadsfastigheter belägna i tillväxtområden. Prioriterade områden är Storstockholm, Storgöteborg, Malmö/Lund och Halmstad. Målsättningen är att lägst 75 % av beståndet ska vara koncentrerat till dessa områden och andelen bostäder ska vara lägst 90 %. Detta gör Mandamus till ett bolag med låg risk.

Mandamus bestånd består av 308 fastigheter i 35 kommuner med en uthyrningsbar yta på cirka 1,2 miljoner kvm.

Pandox

Affärsidé: att baserat på kompetens inom hotellfastigheter, hotellverksamhet och affärsutveckling aktivt äga, utveckla och hyra ut hotellfastigheter.

Strategi: Pandox huvudstrategi är att fokusering ska ske mot en typ av fastigheter – hotellfastigheter. Beståndet ska fokuseras mot stora hotellfastigheter i svenska storstäder, regions- och universitetsstäder samt huvudstäder och större orter i Europa. Fastigheterna ska vara centralt belägna och hotellen ska tillhöra mellan- och högprissegmentet samt drivas av starka, välkända operatörer. Dessutom satsar Pandox på att behålla egen kompetens inom alla delar av hotell- och fastighetsverksamheten, samt hålla ett nära samarbete med sina samarbetspartners.

Pandox är ett av börsens (noterat på O-listan sedan 1997) två nischade hotellfastighetsbolag. Bolaget är väl representerat i Europa som anses vara världens mest betydelsefulla region för internationellt resande. Bolagets utveckling är starkt beroende av hotellmarknadens utveckling vilken är kopplad till konjunkturutvecklingen. Beståndet har genom förvärv och avyttringar fokuserats mot stora fastigheter i centrala, starka hotellägen. Under 2000 förvärvade Pandox hotellfastighetsbolaget Hotellus International AB och expanderade därmed till marknader utanför Norden. Hotellen drivs av operatörer med internationellt välkända varunamn.

Portföljen består av 46 hotellfastigheter i sex länder med drygt 8 500 rum. Den totala uthyrningsbara ytan är cirka 513 000 kvm.

Realia

Affärsidé: Realia ska förvärva, förvalta, utveckla och avyttra fastigheter inom regioner med tillväxtpotential och på långsiktigt stabila orter.

Strategi: Lönsamhet och avkastning: för att uppnå en långsiktig god och stabil avkastning för aktieägarna ska Realia fortsätta att expandera. Förvaltningen ska i första hand ske i egen regi.

Fokus på tillväxtmarknader: Realia strävar efter att förvärva fastighetsbestånd som är belägna på utvalda marknader med goda tillväxtutsikter. Förvärvsobjekten ska uppfylla kraven på lönsamhet och ska bidra till ett förbättrat kassaflöde för Realia och en ökad vinst per aktie för aktieägarna. Riskspridning: för att nå en god riskspridning bör cirka hälften av fastighetsbeståndet bestå av kommersiella lokaler.

Bolaget noterades 1989 på Stockholmsbörsens O-lista och är ett av de minsta noterade svenska fastighetsbolagen. Realia har genom förvärv på prioriterade orter och avyttringar på oprioriterade koncentrerat sitt bestånd till i huvudsak fem marknader; Storstockholm, Lund, Norrköping, Karlstad och Gävle. Förvaltningen sköts av egen personal med god lokal marknads-känedom.

Beståndet omfattar 326 fastigheter med en uthyrningsbar yta om drygt 1 miljon kvm. Helt enligt strategin har man uppnått en balans mellan lokaler och bostäder.

Tornet

Affärsidé: Tornet ska äga och förvalta fastigheter på tillväxtorter i Sverige i syfte att där bli marknadsledande.

Strategi: för förverkligande av vision och övergripande mål inom ramen för affärsidén utgår Tornet från sex basstrategier där den viktigast för detta arbete är koncentration av fastighetsinnehavet. Fastighetsbeståndet skall koncentreras till ett antal storstäder, för att där uppnå en marknadsledande ställning inom olika marknadssegment.

Tornet bildades 1992 och hade då cirka 1 000 fastigheter utspridda i 164 olika kommuner. Sedan dess har man genom ett mycket stort antal förvärv och försäljningar renodlat beståndet och koncentrerat sig på åtta prioriterade marknader: Stockholm, Göteborg, Malmö, Uppsala, Linköping, Västerås, Norrköping och Karlstad. Beståndet består också av en mindre del utländska fastigheter som är under avyttring. Bolaget är ett av Sveriges största börsnoterade (O-listan) fastighetsbolag. Tornet arbetar aktivt för ett förvärv eller samgående med ett eller flera andra fastighetsbolag. Tidigare har SIFAB förvärvats. I februari 2002 förvärvades Amplion Fastigheter AB vilket stärkte bolagets ställning i storstäderna.

Beståndet utgörs av 396 fastigheter med en uthyrningsbar yta på cirka 2,3 miljoner kvm. Ambitionen att ha en jämn fördelning mellan bostäder, kontor och butiker har i stort sett uppfyllts.

Vasakronan

Affärsidé: Vasakronan ska vara ledande på utvalda marknader för kommersiella lokaler i Sverige – främst kontor. Vasakronan erbjuder effektiva lokaler och kundanpassade tjänster för att få nöjda och lojala kunder. Med hög kompetens, ständiga förbättringar och i samverkan med kunderna ska Vasakronan uppnå en stark marknadsposition och en god resultat- och värdeutveckling.

Strategi: Vasakronans strategi är både funktionellt och geografiskt inriktad. Funktionellt är fastighetsbeståndet koncentrerat till kommersiella lokaler och geografiskt till storstäder i Sverige med god utvecklingspotential. Man satsar på att ha en stark lokal position med fastigheter i huvudsak i citynära lägen. Vasakronan verkar i Stockholm, Göteborg, Malmö, Lund, Linköping och Uppsala.

Vasakronan är helägt av svenska staten. Företaget agerar dock på marknadsmässiga villkor. Något beslut om en eventuell framtida börsnotering finns i dagsläget inte. Tidigare hade man endast statliga hyresgäster men kundbasen har nu breddats. Bolaget har varit mycket aktivt i utvecklingen av sitt fastighetsbestånd med ett mycket stort antal affärer, bl a stora strukturaffärer med Gotic, SEB och Norrporten. Vasakronan är dessutom en av de största ägarna av utvecklingsbar mark.

Portföljen har koncentrerats från 189 orter med ett blandat bestånd till 6 orter med ett kommersiellt bestånd och består nu av 200 fastigheter med en total uthyrningsbar yta på ca 2, 1 miljoner kvm.

Wallenstam

Affärsidé: att utifrån ett mycket gott fastighetsbestånd fortsätta att förvärva, förvalta, förädla och försälja fastigheter. Allt i syfte att tillgodose en föränderlig marknad med ändamålsenliga bostäder och lokaler i storstadsregioner.

Strategi: bolagets verksamhet ska drivas i dotterbolagsstruktur, kundinriktad förvaltning, varje dotterbolag ska ha en aktuell förvärvs- och försäljningsplan samt en fastighetsutvecklingsplan som syftar till att uppnå koncernens förvaltningsresultat, kontinuerlig vidareutveckling av personalen.

Wallenstam grundades 1944 och är idag ett renodlat fastighetsbolag med fastigheter i Göteborg, Stockholm och Helsingborg med stor tonvikt på bostäder i bra lägen. Bolaget, som noterades på O-listan 1984, står väl rustat inför en eventuell utveckling mot marknadsorienterade hyror, något som företaget aktivt arbetar för. En eventuell utveckling mot marknadshyror kommer att medföra ökade hyresintäkter med upp mot 100 Mkr enligt bolagets egna beräkningar. Ett flertal fastigheter har sålts till av hyresgästerna bildade bostadsrättsföreningar. Beståndet är fördelat på 60 % bostäder och 40 % kommersiella lokaler.

Bolagets över 300 fastigheter är spridda på nio kommuner med en total uthyrningsbar yta på drygt 1,1 miljoner kvm.

Wihlborgs

Affärsidé: Wihlborgs skall verka på ett begränsat antal väl fungerande delmarknader med hög tillväxt i Stockholms- och Öresundsregionerna. Bolaget skall på ett effektivt sätt förvalta befintliga fastighetsbestånd och utveckla lönsamma fastighetsprojekt. Fastighetsportföljen skall ständigt förbättras genom försäljning, köp och förädling av fastigheter.

Strategi: Wihlborgs marknadspositioner i Öresund och Stockholm skall befästas och ytterligare stärkas genom koncentration till utvalda marknadssegment. Omstrukturering och avyttring av fastighetsbeståndet i övriga Sverige fortsätter. Wihlborgs skall ha ett fortsatt högt tempo i fastighetsförsäljningarna. Fastighetsportföljen skall fokuseras på segmenten kommersiella lokaler och utveckling av fastighetsprojekt, och i mindre utsträckning inriktas mot bostäder. Långsiktigt skall fastighetsportföljen bestå av 70 procent kommersiella lokaler, 20 procent projekt samt 10 procent bostäder.

Wihlborgs börsnoterades (numera på O-listan) 1990 och är numera ett av Sveriges största fastighetsbolag med ett bestånd koncentrerat till Stockholm och Öresund. Bolaget har genomfört flera företagsaffärer, förvärv av M2 Fastigheter och Klöver samt ett samgående

med Storheden. I slutet av 2001 förvärvades Postfastigheter med 73 fastigheter såväl inom som utom de prioriterade områdena. Wahlborgs beslöt under 2001 att ändra den strategiska inriktningen för fastighetsportföljen från 60/20/20 (kommersiella fastigheter/projekt/bostäder) till 70/20/10.

Beståndet består av 641 fastigheter med en uthyrningsbar yta om cirka 2,68 miljoner kvm.

Bilaga III Herfindahl-Hirschmanindex

Den mätmetod vi valt att använda oss av för att undersöka bolagens koncentrationsgrad, såväl mot geografisk delmarknad som mot typ av fastighet, är Herfindahl-Hirschman index.

Indexets ursprungliga användning är att belysa ett företags monopolställning inom en bransch. Det beräknas genom att kvadrera och summera markandsandelarna för samtliga företag inom en bransch. Då det finns ett stort antal ungefär lika stora företag närmar sig indexet noll. Indexet ökar då antalet företag i branschen minskar och då skillnaderna i storlek mellan företagen ökar. Ett värde på ett tyder på monopol. (US Department of Justice, 2001)

I stället för att titta på alla företag inom en bransch tittar vi på *ett* fastighetsbolags bestånd av bebyggda fastigheter. Resultatet blir ett mått på bolagets koncentrationsgrad. Då fastighetsföretaget har ett stort antal fastigheter spridda över ett stort antal kommuner får vi ett lågt indexvärde. Då företaget endast äger fastigheter inom en eller ett fåtal kommuner får vi ett högt indexvärde. Motsvarande gäller även för typ av fastighet.

Geografisk fokusering

1. Antalet kvadratmeter uthyrningsbar yta per kommun beräknas (q_g).
2. Denna yta divideras med bolagets totala uthyrningsbara yta (Q_g). Man får då ett alfa-värde (α_g) för kommunen som visar dennes procentuella andel av det totala fastighetsbeståndet (summan av dessa = 1).
3. Samtliga kommuners alfa-värden kvadreras och summeras vilket ger ett värde, HH-index (R_{Hg}), för bolagets geografiska fokusering.

$$\alpha_{g_i} \equiv \frac{q_{g_i}}{Q_g}$$

$$R_{Hg} \equiv \sum_{i=1}^n \alpha_{g_i}^2$$

Fokusering mot typ av fastighet

1. Antalet kvadratmeter uthyrningsbar yta per typ av fastighet beräknas (q_t).
2. Denna yta divideras med bolagets totala uthyrningsbara yta (Q_t). Man får då ett alfa-värde (α_t) för fastighetskategorin som visar dennes procentuella andel av det totala fastighetsbeståndet (summan av dessa = 1).
3. Samtliga kategoriers alfa-värden kvadreras och summeras vilket ger ett värde, HH-index (R_{Ht}), för bolagets fokus mot typ av fastighet.

$$\alpha_{t_i} \equiv \frac{q_{t_i}}{Q_t}$$

$$R_{Ht} \equiv \sum_{i=1}^n \alpha_{t_i}^2$$

Bilaga IV Redovisning av enkätundersökning

Rationell fastighetsdrift

Har frågan om rationella förvaltningsenheter, d v s bestånd av en viss storlek på en viss marknad, påverkat era beslut avseende köp/försäljning och bestånd på olika orter?

Ofta: 10 Ibland: 3 Sällan: 2 Aldrig: Svar saknas:

Informationshantering

Har skaleffekter i informationshanteringen påverkat era beslut avseende köp/försäljning och bestånd på olika orter?

Ofta: 1 Ibland: 3 Sällan: 5 Aldrig: 5 Svar saknas: 1

Hyresgästens synpunkter

Tror ni hyresgästen ser fördelar i att hyra av en stor aktör på marknaden?

Ofta: 6 Ibland: 7 Sällan: 2 Aldrig: Svar saknas:

Tror ni hyresgästen ser fördelar i att hyra av ett nischbolag avseende typ av fastighet?

Ofta: 5 Ibland: 7 Sällan: 3 Aldrig: Svar saknas:

Tror ni hyresgästen ser det som positivt att ni har bestånd på flera orter?

Ofta: 1 Ibland: 8 Sällan: 6 Aldrig: Svar saknas:

Tror ni hyresgästen är beredd att betala en högre hyra för ovanstående tre faktorer?

Ofta: Ibland: 5 Sällan: 8 Aldrig: 2 Svar saknas:

Har frågan om hyresgästens synpunkter av fastighetsbeståndet påverkat era beslut avseende köp/försäljning och bestånd på olika orter?

Ofta: 3 Ibland: 3 Sällan: 4 Aldrig: 4 Svar saknas: 1

Finansieringsvillkor

Tror ni beståndets struktur påverkar kreditgivares finansieringsvillkor?

Ofta: 9 Ibland: 3 Sällan: 3 Aldrig: Svar saknas:

Tror ni beståndets storlek påverkar kreditgivares finansieringsvillkor?

Ofta: 6 Ibland: 7 Sällan: 1 Aldrig: 1 Svar saknas:

Har ovanstående två faktorer påverkat era beslut avseende köp/försäljning och bestånd på olika orter?

Ofta: 2 Ibland: 8 Sällan: 2 Aldrig: 3 Svar saknas:

Marknadsställning

Anser ni det vara en fördel att vara den största aktören på en delmarknad?

Ofta: 9 Ibland: 5 Sällan: 1 Aldrig: Svar saknas:

Tror ni man har möjlighet att ta ut högre hyror om man är den största aktören på en marknad?

Ofta: 4 Ibland: 6 Sällan: 3 Aldrig: 2 Svar saknas:

Har ovanstående två faktorer påverkat era beslut avseende köp/försäljning och bestånd på olika orter?

Ofta: 6 Ibland: 5 Sällan: Aldrig: 4 Svar saknas:

Börsens värdering

Tror ni en geografisk fokusering leder till en högre värdering på börsen?

Ofta: 5 Ibland: 8 Sällan: 2 Aldrig: Svar saknas:

Har detta påverkat era beslut avseende köp/försäljning och bestånd på olika orter?

Ofta: 3 Ibland: 6 Sällan: 4 Aldrig: 2 Svar saknas:

Tror ni fokusering på typ av fastighet leder till en högre värdering på börsen?

Ofta: 4 Ibland: 8 Sällan: 3 Aldrig: Svar saknas:

Har detta påverkat era beslut avseende köp/försäljning och bestånd på olika orter?

Ofta: 2 Ibland: 5 Sällan: 5 Aldrig: 3 Svar saknas:

Övrigt/synpunkter:

Tack för er medverkan!

Om ni har några frågor kan ni vända er till;

Börje Fennhagen: cil97fb4@l.lth.se eller Thomas Green: cil97gt5@l.lth.se

