

Värderingars pålitlighet

- en studie över svenska fastighetsbolags värdering

Måns Andersson
Oscar Carlsson

Fastighetsvetenskap, Institutionen för teknik och samhälle,
Lunds Tekniska Högskola, Lunds universitet

Copyright © Måns Anderson och Oscar Carlsson, 2009
Institutionen för Teknik och samhälle
Avdelningen för Fastighetsvetenskap, Lunds Tekniska Högskola, Lund

ISRN/LUTVDG/TVLM 09/5190 SE

Tryck av KFS AB, Lund 2008

Lunds Tekniska Högskola
Fastighetsvetenskap
Hämtställe 7
Box 118
221 00 Lund

Tel +46 (0)46 222 73 92
Fax: +46 (0)46 222 30 95
Hemsida: www.lantm.lth.se

Sammanfattning

- Titel:** Värderingars pålitlighet
– en studie över svenska fastighetsbolags värdering
- Författare:** Måns Andersson och Oscar Carlsson
- Handledare:** Ingemar Bengtsson, Universitetslektor, Fastighetsvetenskap,
Lunds Tekniska Högskola
- Problemställning:** Svenska noterade fastighetsbolag är skyldiga att redovisa det verkliga värdet på sitt fastighetsinnehav. För företagets intressenter är det av största vikt att värderingen är korrekt då värdeförändringar får direkt påverkan på bolagets resultat. Det är upp till bolagen att avgöra om värdering ska utföras av externa fastighetsvärderare eller om de ska utföra den internt. Värderingens påverkan på företagets resultat ger företaget incitament att styra värdeförändringarna. I en tid med fallande fastighetsvärden är det intressant att undersöka skillnader i förtroende för de båda sätten att värdera.
- Syfte:** Vi ska undersöka om interna värderingar är mindre pålitliga än externa på en marknad med fallande fastighetspriser.
- Metod:** Tre hypoteser prövas i tre undersökningar om fastighetsvärdering. Undersökningarna visar ifall sätt att värdera på har ändrats, ifall interna värderingar är mer optimistiska än externa och ifall marknaden har högre förtroende för externa värderingar i en period av fallande fastighetsvärden.
- Slutsatser:** Interna värderingar är inte mindre pålitliga än externa på en marknad med fallande fastighetspriser. Det konstateras att interna värderingar är mer optimistiska än externa, men att det inte påverkar marknads förtroende för de bolag som tillämpar intern värdering.
- Nyckelord:** Verkligt värde, fastighetsvärdering, lågkonjunktur, trovärdighet

Abstract

- Title:** Reliability of property valuation
- A Study of Swedish Real Estate Companies Choice of Valuation
- Authors:** Måns Andersson and Oscar Carlsson
- Supervisor:** Ingemar Bengtsson, PhD, Department of Real Estate Management, Faculty of Engineering, Lund University
- Problems:** Real estate companies in Sweden are obliged to disclose the market value of their real estate. For parties sharing an interest in those companies it is of great importance that the appraised value is correct since this has a direct influence on the return of the company. It's up to the companies themselves to decide if an external appraiser should assess the market value or if they want to do it themselves. Obviously, since there is a direct link between appraised value and return, real estate companies have an incentive to control this value. In times with falling real estate values it was of interest to examine if there were differences in reliability for the two ways of appraising value.
- Purpose:** Examine if internal valuation is less reliable than external valuation in a market with falling real estate values
- Methodology:** Three hypotheses are examined using three different queries about property valuation. The answers should indicate whether companies have changed their methods for valuation, if internal valuation tends to be more optimistic than external and if the markets have greater trust in companies that have external valuation.
- Conclusions:** Internal valuation is not less reliable than external valuation in a market with falling real estate values. We observe that internal valuations are more optimistic than external, but that does not affect the market's trust in those companies which utilize internal valuation.
- Key words:** Fair value, Property valuation, Recession, Reliability

Förord

Examensarbetet skrivet vid avdelningen för Fastighetsvetenskap omfattar 30 högskolepoäng och avslutar vår utbildning på Lantmäteriprogrammet vid Lunds Tekniska Högskola. Det har varit en rolig och lärorik tid att tillsammans skriva examensarbete. Inslaget av givande frukostmöten tillsammans med vänner har bidragit till ökad motivation och produktivt arbete. Ämnets aktualitet har inspirerat vilket lett till givande resonemang som avslutningsvis resulterat i en modell som hjälpt oss mäta pålitlighet. Det vi nu tar med oss vidare i vår yrkeskarriär är ökad kunskap och förståelse kring fastighetsekonomi.

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Ingemar Bengtsson för intressanta synpunkter och diskussioner under tiden arbetet växt fram.

Lund, 10 augusti 2009

Måns Andersson Oscar Carlsson

Begreppsförklaring

BNP	Bruttonationalprodukt, värdet av alla varor och tjänster som produceras i ett land under en tidsperiod.
BV	Börsvärde, totala antalet aktier i ett bolag multiplicerat med aktuell börskurs.
EK	Eget kapital, skillnaden mellan en organisations skulder och tillgångar i redovisningen.
IAS	International Accounting Standard. Standard utgiven av IASB.
IASB	International Accounting Standards Board. En privaträttslig organisation som verkar på internationell nivå. Organisationen har till uppdrag att verka för en internationell harmonisering av de redovisningsprinciper som används i olika delar av världen. ¹
IFRS	International Financial Reporting Standards. Standard utgiven av IASB. Sedan år 2005 har IFRS så som de antagits av EU varit de redovisningsstandarder som noterade företag varit skyldiga att tillämpa vid upprättande av koncernredovisning.
OMX	OMX AB, Stockholm, företag som äger och driver börsverksamhet i Norden, grundad år 2003.
SFI	Svenskt Fastighetsindex
ÅRL	Årsredovisningslagen

¹ Artsberg, 2003, s.136

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING	9
1.1	BAKGRUND	9
1.2	SYFTE	9
1.3	KÄLLKRITIK	10
1.4	DISPOSITION	10
2	METOD	11
2.1	VETENSKAPLIG METOD OCH TEKNIK	11
2.2	KLASSIFICERING	11
2.3	HYPOTESPRÖVNING	12
2.3.1	UNDERSÖKNING 1 VÄRDERINGARNA	12
2.3.2	UNDERSÖKNING 2 VÄRDEFÖRÄNDRINGAR	12
2.3.3	UNDERSÖKNING 3 MARKNADENS FÖRTROENDE	13
2.4	URVAL AV FÖRETAG	14
3	TIDIGARE STUDIER	15
4	FASTIGHETSVÄRDERING	17
4.1	VÄRDEBEGREPP	17
4.1.1	MARKNADSVÄRDE	17
4.1.2	AVKASTNINGSVÄRDE	17
4.2	VÄRDERINGSMETODER	18
4.2.1	ORTSPRISMETODEN	18
4.2.2	AVKASTNINGSMETODEN	18
4.3	VÄRDERINGARNA	20
4.3.1	FASTIGHETSVÄRDERING I PRAKTIKEN	20
4.3.2	INTERN ELLER EXTERN VÄRDERING	21
4.3.3	TROVÄRDIGHET	22
4.4	SVENSKT FASTIGHETSINDEX	23
4.5	VÄRDERARENS ROLL PÅ FASTIGHETSMARKNADEN	23

5	REDOVISNING I NOTERADE FASTIGHETSBOLAG	25
5.1	ALLMÄN REDOVISNINGSTEORI	25
5.1.1	ÅRSREDOVISNINGSLAGEN	25
5.2	IFRS, GEMENSAM REDOVISNINGSTANDARD INOM EU	25
5.3	IAS 40	26
5.3.1	FÖRVALTNINGSFASTIGHET OCH RÖRELSEFASTIGHET	26
5.3.2	VAL MELLAN ANSKAFFNINGSVÄRDE OCH VERKLIGT VÄRDE	27
5.3.3	VÄRDEFÖRÄNDRINGENS PÅVERKAN PÅ RESULTATRÄKNINGEN	28
5.3.4	EXTERN ELLER INTERN VÄRDERING	28
5.3.5	UPPLYSNINGAR	28
6	FASTIGHETSMARKNADEN	29
6.1	HISTORIK	29
6.2	RESIDUALTEORIN FÖR FASTIGHETSVÄRDE	29
6.3	DiPASQUALE-WHEATONS FYRKVADRANTSDIAGRAM	30
6.4	SUBSTANSVÄRDE	31
6.5	KONJUNKURLÄGET	33
6.5.1	BRUTTONATIONALPRODUKT	33
6.5.2	MINSKAD AKTIVITET PÅ TRANSAKTIONSMARKNADEN	34
6.5.3	LÅGKONJUNKTURENS PÅVERKAN PÅ FASTIGHETSPRISERNA	35
7	UNDERSÖKNING AV VÄRDERINGARS PÅLITLIGHET	37
7.1	FASTIGHETSBOLAGENS SAMMANSÄTTNING	37
7.2	VÄRDERINGARNA	39
7.2.1	UNDERSÖKNING 1	39
7.2.2	DISKUSSION	40
7.3	VÄRDEFÖRÄNDRING	41
7.3.1	UNDERSÖKNING 2	41
7.3.2	DISKUSSION	49
7.4	MARKNADENS FÖRTROENDE	50
7.4.1	UNDERSÖKNING 3	50
7.4.2	DISKUSSION	53
8	SLUTSATS	55
	REFERENSER	57
	APPENDIX 1	61

1 Inledning

Detta inledande kapitel ska ge läsaren bakgrund till valt ämne. Syftet med arbetet presenteras samt de tre hypoteser som prövas. Kapitlet avslutas med källkritik och en redogörelse för rapportens disposition.

1.1 Bakgrund

Fastighetsbolagens sätt att redovisa sina tillgångar har förändrats. År 2005 infördes regelverket IFRS och fastighetsbolagens förvaltningsfastigheter ska nu redovisas till verkligt värde. Innan ändringen redovisades fastigheterna till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar. Det nya regelverket innebär att fastighetsvärdena påverkar fastighetsbolagens resultat. Eftersom fastigheter endast prissätts vid transaktioner är det extra viktigt att de däremellan värderas korrekt. Fastighetsvärderarna har fått en central roll då värderingarna ger direkt genomslag på fastighetsbolagens resultat- och balansräkning. Det har riktats kritik mot att det bedömda verkliga värdet får så stor inverkan. IFRS rekommenderar att värderingarna ska genomföras av externa värderare men intern värdering är tillåtet. Interna värderare kan ha incitament att värdera fastigheterna högt för att påverka sitt företags resultat. Det är intressant att undersöka trovärdigheten i fastighetsbolagen utifrån sättet att värdera på. Finanskrisen som drabbade Sverige under år 2008 ger en möjlighet att testa hur negativa värdeförändringar på fastigheter behandlas olika efter sätt att värdera på, då det är första gången regelverket upplever en lågkonjunktur.

Ämnesvalet grundar sig i vårt intresse för fastighetsekonomi och då fastighetsvärdering i synnerhet. Uppmärksamhet kring IFRS kom först i slutet av utbildningen och det var ett naturligt steg att gå vidare och utreda ämnet ytterligare. IFRS är inte bara nytt för oss studenter utan problematiken kring regelverket har även diskuterats flitigt bland branschens aktörer. Grunden till val av ämne ligger alltså i regelverket IFRS, vilket förde oss vidare till värdering till verkligt värde och trovärdigheten för olika sätt att värdera på.

1.2 Syfte

Vi ska undersöka om interna värderingar är mindre pålitliga än externa på en marknad med fallande fastighetsvärden.

För att uppnå syftet prövas följande hypoteser:

- En övergång sker från intern till extern värdering vid fallande fastighetsvärden.
- Interna värderingar är mer optimistiska än externa värderingar.
- Marknaden har större förtroende för fastighetsbolag som värderar externt.

1.3 Källkritik

Arbetets teoretiska referensram är i huvudsak uppbyggd på vetenskapliga källor såsom böcker, vetenskapliga artiklar, förordningar, avhandlingar och uppsatser. Det förekommer viss äldre litteratur och fakta kan vara inaktuell. Då regelverket IFRS tillämpats i Sverige sedan år 2005 och fastighetsmarknaden sedan dess inte varit med om en prisnedgång förrän år 2008 finns av naturliga skäl lite forskning kring vilka konsekvenser detta leder till. Därför kombinerar vi tidigare känd fakta kring fastighetsvärdering och redovisning med aktuella uppgifter om konjunkturläget och dragit egna slutsatser. I de fall då artiklar från branschtidningar använts har detta tydligt angivits. Vi har strävat efter att hålla ett kritiskt förhållningssätt till informationen i företagens årsredovisningar. Företagen har naturligtvis incitament att tona ner negativ information och framhäva positiv. Resultat och balansräkningar får anses relativt trovärdiga då de granskats och godkänts av revisorer.

1.4 Disposition

Kapitel 1 – Inledning. I det inledande kapitlet ges en beskrivning av bakgrunden till valt ämne. Syftet med arbetet presenteras samt de tre hypoteser som prövas.

Kapitel 2 – Metod. Här definieras vald vetenskaplig metod och teknik, därefter presenteras motiven till vårt sätt att arbeta och en diskussion förs kring urvalet av företag och de undersökningar som görs i arbetet.

Kapitel 3 – Tidigare studier. Kapitlet ger en överblick över tidigare studier. Syftet är att lyfta fram och kommentera tidigare slutsatser som varit värdefulla för detta arbete.

Kapitel 4 – Fastighetsvärdering. Här presenteras viktiga begrepp och metoder rörande värdering av förvaltningsfastigheter. Kapitlet avslutas med en beskrivning av Svenskt Fastighetsindex och värderarens roll på marknaden.

Kapitel 5 – Redovisning i noterade fastighetsbolag. Detta kapitel tar upp fastighetsbolags redovisning och betydelsen av värdering till verkligt värde enligt IFRS. Först beskrivs allmän redovisningsteori sedan redovisningsstandarder inom EU, avslutningsvis kommer en fördjupning kring IAS 40.

Kapitel 6 – Fastighetsmarknaden. Detta kapitel tar upp fastighetsmarknaden i ett brett perspektiv. Inledningsvis presenteras historik, teorier om fastighetsvärde och begreppet substansvärde. Avslutningsvis beskrivs konjunkturläget och konsekvenserna för fastighetsmarknaden.

Kapitel 7 – Undersökning av värderingars pålitlighet. Detta kapitel inleds med en sammanfattning av bolagen i undersökningarna. Arbetets tre hypoteser prövas genom undersökningarna värdering, värdeförändring och marknadens förtroende. Resultaten av hypotesprövningarna analyseras och diskuteras.

Kapitel 8 – Slutsats. Här presenteras resultatet av hypotesprövningarna.

2 Metod

I denna del av arbetet definieras vald vetenskaplig metod och teknik, därefter presenteras motiven till vårt sätt att arbeta och en diskussion förs kring urvalet av företag och de undersökningar som görs i arbetet.

2.1 Vetenskaplig metod och teknik

För att uppfylla syftet med arbetet väljer vi att använda hypotesprövning. En hypotes har formen av ett påstående och uppgiften blir att undersöka om hypotesen gäller eller bevisa att påståendet är falskt. En hypotes är ur vetenskaplig synpunkt ett antagande om att något bestämt gäller. Formulering av en hypotes kan vara mycket enkel, men måste vara tydlig och innehålla väldefinierade termer. Vad som ska undersökas måste vara klart för författaren. Detta kan leda till en huvudfrågeställning och till den läggs underordnade frågor och hypoteser, dessa utgör sedan underlaget för att besvara huvudfrågan.²

Klassificering är många gånger en använd metod för att analysera data. Vi använder oss av metoden för att kunna jämföra trovärdigheten för fastighetsbolag. Det är synnerligen viktigt att klassificeringen uppfyller vissa logiska krav³;

1. Klasserna ska vara tillförlitliga
2. Klasserna ska vara lämpliga för sitt sammanhang
3. Klasserna ska tillsammans vara uttömmande
4. Klasserna ska vara ömsesidigt uteslutande. Är klasserna vaga fyller inte indelningen någon uppgift.
5. Undvik tomma klasser

2.2 Klassificering

För att kunna analysera data i arbetet görs en klassificering. Fastighetsbolagen delas in i tre grupper efter sätt att värdera. Ett fastighetsbolag placeras i gruppen *intern värdering* när redovisat verkligt värde grundar sig på interna fastighetsvärderingar. Det kan även förekomma externa värderingar i denna grupp men de används inte vid redovisningen utan endast för att säkerställa och öka trovärdigheten för de interna värderingarna. Ett fastighetsbolag placeras i gruppen *extern värdering* när redovisat verkligt värde grundar sig på externa värderingar. Fastighetsbeståndet ska värderas externt minst en gång under ett räkenskapsår. Fastighetsbolaget tillhör gruppen extern värdering även om det sker interna värderingar vissa kvartal. I arbetet definieras en extern värdering som en värdering utförs av en oberoende värderare. Ett fastighetsbolag placeras i gruppen *kombinerad värdering* när endast vissa delar av fastighetsbeståndet värderas externt. Vid arbetet med klassificeringen eftersträvas att uppfylla de fem logiska krav som gäller för metoden klassificering.

² Ejvegård, 2009 s. 39

³ Ibid s. 37

Klassificeringen används för att jämföra förtroende för fastighetsbolag efter sätt att värdera på. För att möjliggöra jämförelsen appliceras klassificeringen på två olika år. Det är endast år efter införandet av IFRS som är aktuella att undersöka. Åren som jämförs är 2006 och 2008. År 2006 väljs då det är andra året efter införandet av IFRS och regelverket då har prövats ett år. År 2008 väljs eftersom det var första året med fallande fastighetsvärden. Fördelen med att två närliggande år jämförs är att faktorer som påverkar fastighetsbolagens förtroende troligen inte ändras. Det möjliggör undersökning om sättet att värdera på påverkar fastighetsbolagets förtroende. Fastighetsförvaltning är en faktor som skulle kunna påverka ingående parametrar vid uppmätande av trovärdighet men oftast sker inte så stora förändringar under två år.

2.3 Hypotesprövning

Syftet att *undersöka om interna värderingar är mindre pålitliga än externa* bottnar i att interna värderare har incitament för att värdera fastigheterna högre eftersom fastighetsvärdena påverkar fastighetsbolagens resultat. Ett annat motiv till syftet är att osäkerheten i fastighetsvärderingar blir högre då det inte sker lika många fastighetstransaktioner på marknaden och att externa värderare då har större marknadskännedom. För att uppfylla syftet prövas tre hypoteser genom var sin undersökning. Motiven till syftet gäller likväl för de tre hypoteserna.

2.3.1 Undersökning 1 Värderingarna

Hypotesen, *en övergång sker från intern till extern värdering vid fallande fastighetsvärden*, prövas genom att jämföra fastighetsbolagens sätt att värdera på under år 2006 och år 2008. Motivet till hypotesen är att på en marknad med fallande fastighetsvärden är trovärdigheten till värderingen viktig, det ger incitament för att byta till oberoende extern värdering. Klassificering av fastighetsbolagen möjliggör iakttagelse över förändring av sättet att värdera på. För att indelningen ska vara lika grundar sig informationen på fastighetsbolagens årsredovisningar.

För att möjliggöra undersökningen har förenklingar gjorts, men det är samtidigt viktigt att vara kritisk mot ingående parametrar. Indelningen i grupper efter sätt att värdera har stor påverkan på resultatet. Att mäta graden av värdering är ingen exakt vetenskap och gränserna mellan intern, extern och kombinerad värdering är ibland diffus. Exempelvis kan ett bolag som tillhör gruppen intern värdering även ha inslag av extern värdering. Vi har valt att dela in i tre grupper, väljs fler grupper eller om graden av intern värdering mäts i exempelvis procent blir resultatet troligtvis annorlunda.

2.3.2 Undersökning 2 Värdeförändringar

Hypotesen, *interna värderingar är mer optimistiska än externa värderingar*, prövas genom att jämföra fastighetsbolagens värdeförändringar. Motivet till hypotesen är samma som i syftet, att interna värderare har incitament att värdera fastigheterna högre eftersom de påverkar bolagens resultat. Redovisad värdeförändring jämförs med den allmänna värdeförändringen och avvikelserna mellan dessa visar om fastighetsbolagen är mer eller mindre optimistiska i sin fastighetsvärdering.

Fastighetsbolagens avvikelse år 2006 jämförs med avvikelse år 2008. Om det finns ett samband mellan interna värderingar och högre värdeförändringar stämmer hypotesen.

Den allmänna värdeförändringen erhålls genom att uppgifter från Svenskt Fastighetsindex, SFI, appliceras på fastighetsbolagens fastighetsbestånd. Förenklingar görs över fastighetsbolagens fastighetsbestånd för att bättre stämma överens med uppgifterna från SFI. Vissa fastighetsbestånd är mycket specialiserade och det passar egentligen inte att applicera uppgifterna från SFI, då används kategorin övrigt. Det är en förklaring till att redovisad värdeförändring avviker från värdeförändring enligt SFI. Vid analys av undersökningen är det viktigt att beakta detta problem. Slutsatser dras från avvikelse i värdeförändringar och vi förutsätter att avvikelserna beror på sättet att värdera. Det finns egentligen en mängd andra faktorer som spelar in. Förhållanden som kan ha avgörande betydelse är geografisk spridning, typ av fastigheter, storlek på fastighetsbolaget, fastighetsförvaltning, finansiella förutsättningar, med mera. Dessa faktorerers inverkan är dock liten då två närliggande år jämförs.

2.3.3 Undersökning 3 Marknadens förtroende

Hypotesen, *marknaden har större förtroende för fastighetsbolag som värderar externt*, prövas genom att jämföra fastighetsbolagens börsvärde med deras redovisade fastighetsvärden. Motivet till hypotesen är att osäkerheten i fastighetsvärderingar blir högre då det inte sker lika många fastighetstransaktioner på marknaden och att externa värderare då har större marknadskännedom. Förhållandet mellan börsvärde och fastighetsvärde räknas fram år 2006 och år 2008, den relativa förändringen mellan åren ger en bild över hur förtroendet för fastighetsbolagens fastighetsvärderingar har förändrats. Undersökningen visar hur förtroendet har förändrats, det säger inget om rangordningen mellan fastighetsbolagen. Ett fastighetsbolag som har tappat mycket i förtroende kan fortfarande ha störst förtroende. Undersökningen går ut på att se om sättet att värdera har inverkat på marknadens förtroende för fastighetsbolaget. Om fastighetsbolag som värderar externt tappar minst i förtroende kan inte hypotesen förkastas.

Vanligtvis benämns skillnaden mellan börsvärde och substansvärde i fastighetsbolag som substansrabatt då fastighetsbolaget är värt mindre än tillgångarna och benämns premie ifall bolaget är värt mer än tillgångarna. Substansvärdet består av bolagets tillgångar minus skulder samt schablonmässiga skatteavdrag. Bolagens individuella avdrag kan inte utläsas ur årsredovisningarna och för att få rättvisande relationer använder vi istället bolagens redovisade eget kapital, vilket består av tillgångar minus skulder. Relationen mellan börsvärde och eget kapital ger oss inte uppgifter om fastighetsbolaget är värt mindre än tillgångarna, substansrabatt, utan relationen används endast för att i nästa steg mäta den relativa förändringen av förtroende. Relationen mellan börsvärde och eget kapital kan betyda mer än att förtroendet har minskat, börsvärdet kan påverkas av exempelvis räntenivåer, lagstiftning och efterfrågan på lokalyta. Den relativa förändringen visar på hur förtroendet för värdet i fastighetsbolaget har ändrats och inte om värdet har ändrats i förhållande till

börsvärdet. Vår egen modell kan då mäta förändringar i förtroende och om sättet att värdera på inverkar. Med hjälp av modellen kan hypotesen prövas.

2.4 Urval av företag

Examensarbetets syfte är att undersöka om interna värderingar är mindre pålitliga än externa på en marknad med fallande fastighetsvärden. För att uppfylla syftet har sättet att värdera studerats i olika fastighetsbolag, som är utvalda efter vissa kriterier. Det första kriteriet är att fastighetsbolagen ska vara renodlade, kärnverksamheten ska bestå i att äga och förvalta fastigheter på den svenska marknaden. Det andra kriteriet är att fastighetsbolagen ska redovisa förvaltningsfastigheter enligt regelverket IFRS, detta innebär i förlängningen bolag som är börsnoterade. Det förekommer att även onoterade bolag redovisar i enlighet med IFRS, men för jämförbarhetens skull innefattar undersökningen inte dessa bolag. Bolagen måste ha varit börsnoterade sedan 2006, ett år efter att regelverket IFRS trädde ikraft, samt varit börsnoterat till och med 2008 för att effekter av skillnader i konjunkturen ska kunna studeras. Sammanlagt är det 17 fastighetsbolag som uppfyller dessa kriterier och de presenteras mer ingående i Appendix 1.

3 Tidigare studier

Detta kapitel ger en överblick över ett urval av tidigare studier inom området redovisning enligt IFRS i fastighetsbolag. Syftet är att lyfta fram och kommentera tidigare slutsatser som varit värdefulla för detta arbete.

Alltsedan arbetet med en harmoniserad redovisningslagstiftning inom EU påbörjades har ämnet behandlats i ett flertal studier. De frågor som rör svenska fastighetsbolag har behandlats i såväl en doktorsavhandling som i examensarbeten, ett antal kandidatuppsatser och artiklar i branschtidningar. I de studier som är gjorda har syftet främst varit att undersöka om företagen kommer att värdera sina fastigheter internt eller externt samt vilka andra konsekvenser lagstiftningen innebär för fastighetsbolagen. Några slutsatser:

De flesta undersökta bolagen värderar sina förvaltningsfastigheter, detta kontrolleras sedan genom mindre omfattande externa värderingar⁴. Resultatet grundar sig på uppgifter från 2007. I detta arbete undersöker vi ifall graden av externa värderingar ökat år 2008 då konjunkturläget förändrats.

Externa värderare anser i stor utsträckning att externa värderingsinslag höjer ett fastighetsbolags trovärdighet⁵. Då resultatet grundar sig på en enkätundersökning bland värderare finner vi det intressant att undersöka om externa värderingsinslag har positiv inverkan på förtroendet för värderingen med en annan metod.

De artiklar vi studerat i branschtidningar fokuserar på kartläggning över intern och extern värdering samt branschens inställning till regelverket. Frågor som behandlats är om transparens på marknaden ökat och hur väl företagen redovisar olika antaganden som görs i värderingarna. Många artiklar refererar till paneldiskussioner där deltagarna gör uttalanden om deras syn i specifika frågor. Dessa artiklar har fungerat som inspirationskälla i arbetet, även om de inte uppfyller några krav på objektivitet.

En del av analysen i detta arbete bygger på de resultat Bo Nordlund presenterar i sin doktorsavhandling *Valuation and Performance Reporting in Property Companies According to IFRS*. I avhandlingen gör Nordlund bland annat en kartläggning över hur några bolag i vår undersökning valde att värdera år 2005-2006. Av de 14 undersökta bolagen använder sig tre utav intern värdering, sex använder sig av extern värdering och fem använder sig utav en kombination av de båda.⁶ Denna undersökning ligger till grund för klassificeringen av värderingsmetod och jämförelsen om sätt att värdera har ändrats mellan år 2006 och år 2008 som görs i undersökning 1 i detta arbete.

⁴ Dellbratt & Ronander, 2007, s. 44

⁵ Lindberg, 2006, s. 46

⁶ Nordlund, 2008, s. 83

Gemensamt för tidigare arbeten är att de flesta är skrivna mellan åren 2004 till 2008. Mellan år 2005 till år 2007 var den genomsnittliga årliga värdeökningen på fastighetsmarknaden i Sverige cirka 9 procent. År 2008 var det istället en värdenedgång på 7,9 procent.⁷ Ambitionen med detta arbete är att komplettera tidigare studier med en nulägesrapport, att beskriva värderingen i fastighetsbolagen utifrån det ekonomiska läge vi befinner oss i för tillfället. Vi undersöker om fastighetsbolagen bytt sätt att värdera år 2008, ifall det har skett en övergång från intern till extern värdering. Vi undersöker även ifall vi kan identifiera några skillnader mellan fastighetsbolag som värderar internt och externt vad gäller värdeförändringar. Slutligen undersöker vi ifall det är någon skillnad i förtroende till värderingen i bolag som värderar internt respektive externt.

⁷ SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex, 2008

4 Fastighetsvärdering

I detta avsnitt presenteras viktiga begrepp och metoder rörande värdering av förvaltningsfastigheter. Kapitlet avslutas med en beskrivning av Svenskt Fastighetsindex och värderarens roll på marknaden. Under avsnittet om intern och extern värdering blandas teori med branschens åsikter.

4.1 Värdebegrepp

4.1.1 Marknadsvärde

Uttrycket marknadsvärde är kopplat till överlåtelsesituationer och är det mest sannolika priset på en fastighet vid försäljning på en öppen marknad under normala förhållanden. Vid fastighetsvärdering är det marknadsvärdet på en fastighet som ska bedömas. För att marknadsvärdet ska bedömas lika oberoende av betraktaren är det viktigt att det finns en gemensam definition. International Valuation Standards Committee (IVSC) och The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA) definierar en europeisk standard för begreppet marknadsvärde.

Market Value is the estimated amount for which a property should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently, and without compulsion.

Det finns främst två orsaker till att en gemensam definition av marknadsvärdet krävs. Första orsaken är att fastighetsmarknaden blir mer internationell och en standardisering är nödvändig. Andra orsaken är att fastighetsvärderarna spelade en avgörande roll under fastighetskrisen i början på 1990- talet och tydligare kriterier krävdes.⁸

Det är viktigt att förstå vilket värde som redovisas vid fastighetsvärdering, när marknadsvärdet bedöms finns alltid en osäkerhet. Både i Sverige och utomlands har det gjorts undersökningar som visar på att den osäkerheten ligger inom +/- 10 procent. Det är den osäkerheten som förväntas vid fastighetsvärdering men i specifika fall kan osäkerheten både vara mer begränsad eller bredare.⁹

4.1.2 Avkastningsvärde

Värdebegreppet används främst i samband med investerings- och lönsamhetsanalyser och definieras som nuvärdet av förväntade framtida avkastningar från värderingsobjektet. Avkastningsvärdet är kopplat till en viss investerares förutsättningar och bygger främst på individuella nyttofunktioner. Historiskt används värdet mer under perioder då fastighetspriserna har sjunkit. Avkastningsvärdet kan

⁸ Lind, 1998, s. 159

⁹ Nordlund, 2008, s. 10

svara på frågan vad fastigheten är värd för mig, vilket i sin tur berättar vad jag kan betala för fastigheten.

Kopplingen mellan avkastningen på en investering och priset på en fastighet är grundläggande för aktivitet på fastighetsmarknaden. Företeelsen sammanfattas som: *Priset som en investerare betalar för en fastighet bestämmer dennes förväntade avkastning, eftersom det framtida kassaflödet som fastigheten kan generera är avgörande för vilket pris köparen betalar idag.* Den förväntade avkastningen är omvänt relaterad till priset på fastigheten eftersom det förväntade framtida kassaflödet och restvärdet från fastigheten är den samma oavsett vilket pris som betalas.¹⁰

4.2 Värderingsmetoder

4.2.1 Ortsprismetoden

Värderingsmetoden kan användas på samtliga fastighetstyper. Metoden utgår från att jämföra köp av liknande objekt inom orten där värderingsobjektet befinner sig. De observerade priserna kan sedan relateras till värderingsobjektet genom att de normeras utifrån exempelvis taxeringsvärdet, arean eller hyran. För att kunna göra en bra jämförelse är det viktigt att avgränsa urvalet på jämförelseobjekten, det ska vara en likartad delmarknad som värderingsobjektet samt att de jämförbara köpen inte ska vara för gamla. Utifrån de jämförbara köpen på orten görs en analys av prisutvecklingen. Efter att pristrenden har beräknats görs ytterligare en minskning av ortsprismaterialet, objekt med avvikande egenskaper mot värderingsobjektet tas bort. Prisutvecklingen appliceras på de utgallrade jämförelseobjekten och ett medeltal beräknas. Marknadsvärdet bedöms slutligen genom jämförelse mellan jämförelseobjekten och värderingsobjektet avseende specifika fastighetsanknutna faktorer.¹¹ Ortsanalyser används främst vid olika lokaliserings- och investeringsbeslut. Vid värdering används främst ortsanalyser för att bedöma ortsrelaterade värdeparametrar. Ortsspecifika nivåer på befolknings- och näringslivsutveckling utgör en grund för överväganden om framtida hyresnivåer, vakanser, framtida utveckling av priser och direktavkastning. Vid värdering ska schablonmässiga medeltalsberäkningar undvikas för att upprätthålla kvaliteten.¹² Ortsprismetoden bygger på att det finns kvalitativa jämförelseobjekt, därför är det lättare att använda metoden när konjunkturen är i en uppgångsfas då det sker fler fastighetstransaktioner.

4.2.2 Avkastningsmetoden

Avkastningsmetoden är en benämning på de värderingsmetoder där framtida nyttor från fastigheter omräknas bakåt i tiden, diskonteras, till värdetidpunkten med en given räntesats. Mätningen är baserad på värdet som är indikerat på nuvarande marknadsförväntningar om framtida belopp.¹³ När ett marknadsvärde ska bedömas används

¹⁰ Geltner & Miller, 2008, s. 202

¹¹ Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2006, s. 52

¹² Persson, 2008, s. 231

¹³ Nordlund, 2008, s. 49

parametrar och räntesatser som stämmer överens med marknadens uppfattning och krav. Marknaden efterliknas för att kunna genomföra en marknadssimulering. Prisbildningsprocessen på marknaden rekonstrueras och då är fastighetsvärderarnas marknadskännedom om de ingående parametrarna viktig. Avkastningsmetoden delas in i kassaflödesmetoden och direktavkastningsmetoden.¹⁴

Kassaflödesmetoden

För de fastigheter som värderas och ingår i Svensk fastighetsindex är kassaflödesmetoden den vanligaste värderingsmetoden. Fördelen med metoden är att antaganden görs explicit, vilket ökar genomlysningen av värderingar och jämförelser.¹⁵ I denna metod är marknadsvärdet beräknat utifrån nuvarande värde av framtida uppskattade kassaflöden.¹⁶ Det är löpande in- och utbetalningsströmmar över en kalkylperiod som prognostiseras för varje år. Verkliga förhållanden kan på det här sättet ge en mer realistisk bild av likviditetsförhållanden över tiden. Varje års överskott, det vill säga driftnettot diskonteras till värdetidpunkten. Det restvärde som finns på fastigheten i slutet av kalkylperioden ska också bedömas och diskonteras till värdetidpunkten. Kassaflödeskalkylen över värderingsobjektet bör grundas på faktiska siffror för indata. Skulle det visa sig att de indata avviker mycket från marknadsmässiga förhållanden så är det viktigt att successivt marknadsanpassa värdena under kalkylperioden. Resultatet från kassaflödeskalkylen ska om möjligt rimlighetsbedömas med hjälp av nyckeltal från marknaden så som direktavkastning och värde per kvadratmeter.¹⁷

Direktavkastningsmetoden

Metoden används främst vid fastighetsvärdering när marknadsvärdebedömningar görs och går ut på att från ett normaliserat första års driftnetto räkna ett värde framåt i tiden, en så kallad evighetskapitalisering. Driftnettot är det årliga överskott som bildas från bruttoinbetalningarna i form av hyresintäkter med avdrag för normaliserade utbetalningar för drift och underhåll. Det första årets driftnetto läggs som grund för hela kalkylperioden. En stor skillnad mot kassaflödesmetoden är att inte restvärdet räknas med. Formeln för direktavkastningsmetoden utnyttjar marknadsvärdebedömningar baserade på marknadsmässiga kvoter mellan driftnettot och betalda priser, till exempel direktavkastning, se nedan.¹⁸ Formeln är enkel men är kopplad till fler fenomen på marknaden. Driftnettot styrs av hur beräkningar av hyresintäkter görs, ställningstagande om vakanser samt vilka nivåer drift- och underhållskostnaderna ligger på.

¹⁴ Persson, 2008, s. 278-280

¹⁵ SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex, 2007, s.13

¹⁶ Nordlund, 2008, s. 51

¹⁷ Persson, 2008, s. 281-283

¹⁸ Ibid, s. 280-281

$$V = Dn/da$$

V = värde på fastigheten
Dn = normaliserat driftnetto år 1
da = direktavkastning

En variant av direktavkastningsmetoden är Gordons formel.

$$V = Dn/p-g$$

g = årlig värde- eller avkastningsförändring
p = kalkylränta
p-g = direktavkastning

Direktavkastningen är ett mått på avkastning på en investering, en fastighets driftöverskott i förhållande till fastighetsvärdet.

$$Dn/P \cdot 100 = \text{direktavkastning} \quad P = \text{pris}$$

Det bästa sättet att bestämma direktavkastningen på är genom en marknadsanalys av ortsprisunderlaget. Uppgifter om driftnetto och betalda priser på nyligen genomförda transaktioner samlas in för att avgöra vilken direktavkastning aktörerna inom det aktuella området kräver. Steg två är att samla in uppgifter om driftnetto för fastigheten som ska värderas. För att beräkna sannolikt pris på fastigheten divideras driftnettot med direktavkastningen från de jämförda objekten. En osäkerhetsfaktor vid beräkning av direktavkastningen är att företag definierar driftnetto olika. Gränsdragningen mellan vad som betraktas som underhållskostnad respektive en investering är diffus.¹⁹

Fischers formel används om förutsättningarna inte gör det möjligt att bestämma den marknadsmässiga direktavkastningen utifrån investeringsanalyser med riskkorrigerade avkastningskrav. Kalkylränta = realränta + inflation + riskfaktor²⁰

Det finns vissa riktlinjer vid bedömningen av direktavkastningen. Centrala lägen i expansiva städer har lägre nivå på direktavkastningen eftersom framtida förväntningar på driftnettoutvecklingen är mer positiv där. Direktavkastningen följer konjunktursvängningar och när den ligger på topp räknar den rationelle aktören med att driftnettona kommer att sjunka och kräver då en högre direktavkastning.²¹

4.3 Värderingarna

4.3.1 Fastighetsvärdering i praktiken

Fastigheter har många specifika egenskaper och kan inte prissättas som andra varor på marknaden. Det är låg omsättning av beståndet i jämförelse med aktier och obligationer, orsaken är bland annat lång varaktighet i utnyttjandet samt att investeringarna kräver stora kapitalinsatser. Fastighetsmarknaden är beroende av marknadsvärden bestämda utifrån värderingar för att bland annat underlätta

¹⁹ Lind, 2004, s. 6

²⁰ Persson, 2008, s. 285

²¹ Lind, 2004, s. 11

fastighetstransaktioner och som en grund för tillgångsredovisning.²² Kommersiella fastigheter värderas i stort sett alltid med hjälp av kassaflödeskalkyler. För att kunna använda en kassaflödeskalkyl används parametrar/nyckeltal. Dessa skiljer sig mellan orter och värderingsobjekt. I inledningen av en värdering görs en ortsprisanalys för att bedöma prisutvecklingen på orten. En svårighet med ortsprisanalysen är att många fastighetstransaktioner sker genom bolagsförvärv. Det görs ofta två värderingar av de fastigheter som ska ingå i transaktionen, en från säljarens sida som ska fungera som underlag vid prissättning och en från köparens sida för att veta hur mycket fastigheten är värd. Större värderingsföretag besitter kunskap och är uppdaterade om prisutvecklingen eftersom de är delaktiga i många värderingar och transaktioner. Kunskapen från ortsprisunderlaget används sedan för att ta fram en direktavkastning på orten för den typ av fastighet som ska värderas, den används sedan för att beräkna kalkylräntan. Driftnettot för varje år i kalkylen nuvärdesberäknas sedan med kalkylräntan. För att beräkna restvärdet på fastigheten nuvärdesberäknas driftnettot från första året efter kalkylperiodens slut. De båda nuvärdesberäkningarna läggs slutligen samman för att tillsammans bilda det bedömda värdet på fastigheten. Ett av det viktigaste antagandet som en värderare gör är klassningen av vad som är underhåll eller investering. Underhåll påverkar resultatet med hela sitt belopp medan en investering påverkar kapitalet endast till en viss del.²³

Vid värdering ska en fastighetsbeskrivning baseras på en besiktning på plats som är anpassad till syftet med värderingen. Syftet med en besiktning som underlag är dels identifiering och kontroll, dels ge en uppfattning om kvalitéer som investerings- eller marknadsobjekt. En korrekt beskrivning av fastigheten är en förutsättning för en värdering och skapar trovärdighet. Det är också viktigt att ge relevant information till möjlig tredje part så som långgivare med flera. Besiktningen ska ge svar på fastighetens användbarhet, funktion, kvalitet, tekniska defekter, ekonomiska konsekvenser samt omgivningen och läget. Det görs en jämförelse med vad som anses vara normalt i relation med ett mer generellt bestånd, ofta baseras jämförelsen på värderarens marknadserfarenhet.²⁴

4.3.2 Intern eller extern värdering

Enligt IFRS får fastighetsbolag välja om värderingarna ska utföras internt eller externt. Det rekommenderas dock att värderingarna görs externt.²⁵ Interna värderingar som utförs för fastighetsindex kräver någon form av extern avstämning för att få avsedd trovärdighet. Ett alternativ som många fastighetsbolag använder är att endast externvärdera delar av beståndet och utnyttjar sedan antaganden och nivåer som grund i de interna värderingarna. Det är också vanligt att externa värderare kvalitetssäkrar de interna värderingarna avseende marknadshyror, avkastningskrav, värdenivåer och tillämpade värderingsmodeller.²⁶

²² Persson, 2008, s. 241-242

²³ Ibid, s. 260-277, 491

²⁴ Ibid, s. 231

²⁵ Se avsnitt 5.3.4

²⁶ SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex, 2007, s. 5-7

Tobias Kaj, fastighetsanalytiker på Handelsbanken, ser både för och nackdelar med att värdera internt eller externt. En fördel med intern värdering är att fastighetsbolagen känner sina fastigheter bäst själva och därmed är bäst lämpade att värdera dem. Risken med interna värderingar är att jämförbarheten mellan bolagen minskar om värderingarna utförs olika samt att värdena på fastigheterna kan skrivas upp för att gynna ledningens aktieinnehav. En nackdel med externa värderare är att de kan påverkas av sin uppdragsgivare, trots deras oberoende ställning. För att kunna jämföra fastighetsvärden är det viktigt att bedömningarna görs på samma sätt. Ingemar Rindstig, chef Ernst&Young Real Estate, menar att det är viktigt att samma modell används vid värderingar samt att modellen tillämpas konsekvent, det underlättas om fastigheterna värderas externt. Det är också viktigt att redovisa vad värdeförändringarna består av så att betraktaren får hjälp i sin analys och kan göra en egen bedömning. Bo Nordlund, redovisningsspecialist på KPMG, belyser problemet vad det är som ska uttryckas i redovisningen angående verkligt värde. Fastighetsbolagen ska redovisa värdet på fastighetsbeståndet som marknaden tror och inte vad företaget själva tror.²⁷

4.3.3 Trovärdighet

Ulf Westerberg, partner på PricewaterhouseCoopers menar att det är viktigt att värdeförändringar redovisas i rätt period och inte allt för sent för att förtroendet för IFRS ska bestå. Det blir svårare att tillämpa vid en nedgång på marknaden eftersom omsättningen på fastigheter blir mycket lägre.²⁸

Transparens i fastighetsföretag är grundläggande för att investerare ska satsa sitt kapital. Redovisningsreglerna IFRS gör att genomlysningen av fastighetsbolag blir lättare och ur både ett internationellt och nationellt perspektiv kan jämförelser göras enklare. Externa värderingar kan leda till att fastighetsvärden blir mer jämförbara då samma modeller används vid värdebedömningen. Jones Lang LaSalle, ett internationellt fastighetsanalysföretag, ger årligen ut ett index över transparens på världens fastighetsmarknader. Syftet med rapporten Global Real Estate Transparency Index är att betygssätta transparens mellan världens länder. Deras definition över en transparent marknad är: en öppen och tydligt organiserad marknad med ett tryggt regelverk som kännetecknas av en konsekvent tillämpning av lagar och regler samt respekt för den privata äganderätten. Indexet bygger på bedömningar gällande tillgänglighet av finansiell information och historik, äganderätt och rättssäkerhet, juridiska standarder samt redovisningsprinciper. Kopplingen mellan transparens och likviditet redovisas också i rapporten eftersom de tenderar att följa varandra. I 2008 års ranking låg Sverige på en åttondeplats vilket är en klar förbättring sedan början på 2000-talet. I Europa är det endast Storbritannien, Nederländerna och Frankrike som ligger högre på rankingen.

Fördelen med hög transparens är att utländska investerare är mer villiga att investera. Fastighetsmarknader som rankas högt i indexet karakteriseras av lägre risk för investerare, högre omsättning, fler internationella deltagare, lägre svängningar på

²⁷ Fastighetsnytt 2008 nr 4, s. 67-68

²⁸ Fastighetsnytt 2006 nr 1, s. 72-73

marknaden samt lockar fler företag. Bara för att ett land eller region rankas högt i indexet finns det inget universalt recept på uppskattning av risk. Ett tydligt exempel är USA där sub-prime krisen slog igenom trots den höga rankingen. Indexet är inte heller ett mått på lönsamheten av att investera i landet, då det är populärt att investera i länder med låg ranking.²⁹

4.4 Svenskt Fastighetsindex

Fastighetsindex finns till syfte att möjliggöra jämförelser mellan placeringar i fastigheter mot andra placeringsslag samt fastighetsmarknader utomlands. Fastighetsindex ger ett mått på totalavkastning på en fastighetsportfölj från period till period. Totalavkastningen utgörs av direktavkastning och värdeförändring från enskilda fastigheter. Indexet byggs upp av information som hämtas från investeringsmarknaden och avser investeringar i kommersiella fastigheter och bostadsfastigheter. Driftnettet hämtas från redovisning på fastighetsnivå för att kunna beräkna direktavkastningen. Det är viktigt att fastigheterna som ska ingå i analysen värderas på ett enhetligt sätt. Avkastningen mäts med utgångspunkt från en kapitalbas bestående av ett marknadsvärde, sedan sätts kassaflödet och förändring i marknadsvärdet under perioden i relation med kapitalbasen. Eftersom totalavkastningen bestäms på fastighetsnivå räcker det inte att marknadsvärdet endast bestäms på fastighetsportföljen, utan en marknadsvärdebedömning krävs på varje enskild fastighet. För att indexet ska vara pålitligt krävs att värdering av marknadsvärdet görs på likartat sätt på alla fastigheter så att inte systematiska fel ska uppkomma. Bristande marknadsinformation på vissa delmarknader skulle annars leda till osäkerhet. För att indexet ska upprätthålla sin trovärdighet sker fortlöpande uppföljning av vilken kompetens som finns internt i företagen, vilken modell företagen väljer för den externa hjälpen och i vilken omfattning externa värderare används. Värderingarna för att ta fram ett index följer de begrepp som definieras av International Valuation Standards Committee (IVSC) och The European Group of Valuers' Associations (TEGoVA). De bedömningar som krävs för att fastställa begrepp som till exempel marknadsvärde lämnas till värderaren att göra. För att kontrollera att indexet är pålitligt görs årliga uppföljningar i form av analyser och granskning av indata.³⁰

Allmänna värdeförändringar SFI

2005	7 %
2006	10,5 %
2007	9,7 %
2008	- 7,9 %

4.5 Värderarens roll på fastighetsmarknaden

I Sverige utför Samfundet för Fastighetsekonomi (SFF) auktorisation av fastighetsvärderare för att ge en kvalitetsstämpel åt de värderare som är anslutna till SFF. Som medlem i samfundet ska värderaren i all sin värderingsverksamhet iaktta

²⁹ Real Estate Transparency Index, 2008, s. 2-5

³⁰ SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex, 2007, s. 5

god värderarsed. För att trovärdigheten för värderarkåren ska upprätthållas är det viktigt med regler:³¹

- Värderaren ska uppträda sakligt
- Krav på oberoende och självständig ställning vid externa värderingsuppdrag
- Krav på redovisning av jävsförhållanden vid interna värderingsuppdrag
- Värderares möjlighet att uppträda som ombud och biträde vid fastighetsförsäljning, tvist om fastighets värde m.m.
- Utförande av värderingsuppdrag
- Förhållande till uppdragsgivare
- Arvodesdebitering
- Förhållande till kollegor
- Publicitet, reklam och ackvisition
- Förhållandet till samfundet

Fastighetsvärderare är en betydande aktör med inverkan på fastighetsmarknaden. Övriga deltagare på marknaden accepterar det stora inflytande som värderarna har, deras roll med övergripande tillsyn behövs. I England görs värderingar av fastighetsbolag och fastighetsfonder främst från några få stora värderingsföretag. Dessa har fördelar gentemot mindre företag genom att kunna erbjuda lägre avgifter samt att insamling av marknadsinformation och marknadsanalyser kan göras i ett större sammanhang. Risken med att det främst finns få företag är deras stora inflytande på marknaden, å andra sidan kan det leda till högre kvalitet i värderingarna till lägre kostnader. Värderarna är inblandade i fler transaktioner och värderingarna kan bättre kopplas till riktiga köp på marknaden för att bekräfta värdet på fastigheten, en konsekvens blir att noggrannheten ökar. Ofta används samma värderingsföretag och värderare för ett fastighetsbestånd från år till år, det kan i vissa fall leda till en skev bild av det värde som bedöms. Ett sätt att kringgå det fenomenet är att rotera värderingsuppdragen efter ett visst antal år. Det skulle kunna leda till vissa nackdelar. Kostnader för att samla upp ny information, kunskap går förlorad samt att kontinuiteten försvinner. I England diskuteras detta men de vill inte dra det så långt att rotation ska ske. För att undvika att en värderare blir allt för bekant med fastigheten och beställaren rekommenderas att personalen inom värderingsfirmorna byter uppdrag internt med varandra. Det är en lösning för att värderarna ska upprätthålla en objektiv synvinkel.³²

³¹ Persson, 2008 s. 541-546

³² RICS, 2002

5 Redovisning i noterade fastighetsbolag

Detta kapitel tar upp fastighetsbolags redovisning och betydelsen av värdering till verkligt värde enligt IFRS. Först beskrivs allmän redovisningsteori sedan redovisningsstandarder inom EU, avslutningsvis kommer en fördjupning av IAS 40.

5.1 Allmän redovisningsteori

Den externa redovisningens syfte är att förmedla information om företagets ekonomi till olika användare och främst till användare utanför företaget. Användare som har direkt intresse av hur det går för företaget är ägare, långgivare, leverantörer, kunder, konkurrenter, anställda samt stat och kommun. Ägarna intar en särställning bland användarna, då deras ersättning inte är kontraktbunden utan residual, vilket innebär att de får det som blir över när övriga intressenter fått sitt. Ägarna har därför ett särskilt intresse av storleken på residualen som de får veta om via företagets externa redovisning.³³

Med redovisningens informationsfunktion blir det intressant att värdera tillgångar och skulder, inte bara för att fastställa det historiska resultatet, utan även för att hjälpa mottagaren av årsredovisningen att bedöma företagets framtida vinstgenereringsförmåga.³⁴ Enligt ÅRL 2 kap 1 § ska en årsredovisning bestå av en balansräkning, en resultaträkning, noter och en förvaltningsberättelse. Årsredovisningslagens andra kapitel tar upp ett antal grundläggande redovisningsprinciper. En av dessa principer är försiktighetsprincipen, vilket innebär att försiktighet ska tillämpas vid värdering av tillgångar.

5.1.1 Årsredovisningslagen

Svenska aktiebolag är skyldiga att följa årsredovisningslagen enligt ÅRL 1 kap 2 §. Årsredovisningslagen innehåller bestämmelser om upprättande och offentliggörande av årsredovisning, koncernredovisning och delårsrapport. För att Sverige skulle kunna tillämpa Europaparlamentets förordning om tillämpning av internationella redovisningsstandarder, IAS-förordningen, krävdes ändringar i bland annat ÅRL.³⁵

5.2 IFRS, gemensam redovisningsstandard inom EU

Den 19 juli 2002 utfärdade europaparlamentet och rådet IAS-förordningen – om tillämpning av internationella redovisningsstandarder i noterade företags koncernredovisningar. IAS-förordningen innebär att noterade företag är skyldiga att vid upprättandet av koncernredovisningar tillämpa vissa enligt förordningen antagna internationella redovisningsstandarder. De standarder som förordningen syftar på är IAS och IFRS.

³³ Smith, 2006 s. 17

³⁴ Artsberg, 2003, s. 15

³⁵ Prop. 2004/05:24 s. 5

Arbetet med att försöka harmonisera redovisningen inom EU har pågått sedan 1960-talet.³⁶ Syftet med gemensamma redovisningsstandarder inom EU finns bland annat motiverat i IAS-förordningen från år 2002. Det övergripande målet är att bidra till att redovisningar från noterade företag inom unionen ska bli lättare att jämföra, genom att införa gemensamma redovisningsstandarder. Det är viktigt att de standarder som tillämpas är internationellt accepterade.³⁷

Enlig artikel 4 i förordningen ska koncernredovisning upprättas enligt IAS/IFRS av de ”företag” som är underställda en medlemsstats lagstiftning och vars värdepapper på balansdagen är noterade på en reglerad marknad i en medlemsstat. För svenskt vidkommande innebär ”företag” enligt IAS definition, bolag vars moderföretags aktier handlas på en börs. Enligt Bokföringsnämndens bedömning gäller det företag på Stockholmsbörsen ABs sex listor, Nordic Growth Market, NGM ABs tre listor samt Aktietorget AB. Totalt berörs cirka 320 företag.³⁸

Utöver de noterade fastighetsbolagen har ett antal av de största onoterade fastighetsföretagen valt att redovisa enligt den nya standarden.³⁹

5.3 IAS 40

IAS 40 är en standard utgiven av IASB vars syfte är att ange hur förvaltningsfastigheter ska behandlas i redovisningen samt vilka upplysningar som krävs.⁴⁰ Standarden ska tillämpas vid redovisning och värdering samt vid upplysningar om förvaltningsfastigheter.⁴¹

Då detta arbete fokuserar på fastighetsbolags hantering av verkligt värde kommer de punkter i IAS 40 som tar upp värde och värdering att presenteras nedan. Uppställningen tar i tur och ordning upp några av de problem som ett fastighetsbolag ställs inför vid redovisning enligt IFRS.

5.3.1 Förvaltningsfastighet och rörelsefastighet

Regelverket IAS 40 är endast tillämbart på förvaltningsfastigheter. Förvaltningsfastigheter definieras som fastigheter som innehas i syfte att generera hyresinkomster till skillnad mot rörelsefastigheter som används för produktion av varor eller tjänster. Rörelsefastigheter omfattas inte av IAS 40 utan av IAS 16, materiella anläggningstillgångar. En förvaltningsfastighet ska redovisas som en tillgång endast när det är sannolikt att de framtida ekonomiska fördelarna som är

³⁶ Artsberg, 2003, s. 427

³⁷ Förordning om tillämpning av internationella redovisningsstandarder, 1606/2002, OJ L243/1

³⁸ Westermark, 2005, s. 38

³⁹ Fastighetsnytt 2005 nr 3, s. 8

⁴⁰ IAS 40 p 1

⁴¹ IAS 40 p 2

förknippade med den kommer företaget till godo och att anskaffningsvärdet på förvaltningsfastigheten kan beräknas på ett tillförlitligt sätt⁴².

5.3.2 Val mellan anskaffningsvärde och verkligt värde

Vid anskaffningstidpunkten ska förvaltningsfastigheter redovisas till anskaffningsvärdet inklusive transaktionskostnader och kostnader direkt hänförliga till köpet. Exempel på sådana kostnader är juridiska tjänster och stämpelskatter.⁴³

Efter anskaffningstidpunkten ska företag som innehar förvaltningsfastigheter välja vilken redovisningsprincip de ska tillämpa, *verkligt värde* eller *anskaffningsvärdemodellen*.⁴⁴ Verkligt värde definieras som det belopp till vilken en tillgång skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs⁴⁵. Verkligt värde får inte påverkas av särskilda villkor och omständigheter såsom en ovanlig finansiering, sale and leasebackavtal eller särskilda villkor som utlovats av personer med anknytning till transaktionen⁴⁶.

Anskaffningsvärde definieras som det belopp i likvida medel som erläggs eller det verkliga värdet för annan ersättning som lämnas vid förvärv av en tillgång vid tidpunkten för dess förvärv eller uppförande⁴⁷.

IAS 40 uppmanar företag att välja verkligt värde. Ett frivilligt byte av redovisningsmodell får göras endast ifall det ger en mer rättvisande bild av händelser eller transaktioner i företagets finansiella rapporter. Det är högst osannolikt att ett byte av princip från verkligt värde till anskaffningsvärde ger en mer rättvisande bild.⁴⁸ Oavsett om ett företag redovisar enligt verkligt värde eller enligt anskaffningsvärdemodellen ska de fastställa det verkliga värdet på sina förvaltningsfastigheter. Om de tillämpar verkligt värde ska de göra det i värderingssyfte och om de tillämpar anskaffningsvärde ska de göra det i upplysningssyfte.⁴⁹

Efter det första redovisningstillfället ska ett företag som väljer att redovisa förvaltningsfastigheten till verkligt värde värdera samtliga förvaltningsfastigheter till deras verkliga värde.⁵⁰ Undantag från punkt 33 får göras om inte ett företag kan fastställa ett tillförlitligt verkligt värde på en förvaltningsfastighet får de undantagsvis värdera fastigheten till anskaffningsvärde. Detta inträffar endast när jämförbara

⁴² IAS 40 p 16

⁴³ IAS 40 p 20-21

⁴⁴ IAS 40 p 30

⁴⁵ IAS 40 p 5

⁴⁶ IAS 40 p 36

⁴⁷ IAS 40 p 5

⁴⁸ IAS 40 p 31

⁴⁹ IAS 40 p 32

⁵⁰ IAS 40 p 33

marknadstransaktioner är ovanliga och andra tillförlitliga metoder för att fastställa ett verkligt värde inte är tillgängliga.⁵¹

5.3.3 Värdeförändringens påverkan på resultaträkningen

En vinst eller förlust som uppkommer vid förändring i en förvaltningsfastighets verkliga värde ska redovisas i resultaträkningen för den period där vinsten eller förlusten uppkommer.⁵² En förvaltningsfastighets verkliga värde ska återspegla marknadsvillkoren på balansdagen.⁵³

5.3.4 Extern eller intern värdering

Företag uppmuntras, men måste inte, basera förvaltningsfastigheternas verkliga värde på externa värderingar. Externa värderingar är värderingar utförda av oberoende värderingsmän med erkända och relevanta kvalifikationer och med aktuella kunskaper i värdering av fastigheter av den typ och med det läge som är aktuellt.⁵⁴

5.3.5 Uppllysningar

Ett företag ska lämna upplysning om det värde som anges i redovisningen baseras på verkligt värde eller anskaffningsvärde. Företagen ska också ange vilka kriterier de använder sig av för att skilja rörelsefastigheter från förvaltningsfastigheter, vilka metoder som använts och antaganden av betydelse vid redovisning av verkligt värde. Det ska redovisas om fastställandet av de verkliga värdena stöds av faktiska transaktioner på marknaden eller om de baseras på andra faktorer så som fastighetens speciella karaktär eller avsaknad av objekt på marknaden. När det verkliga värdet på företagets förvaltningsfastigheter presenteras ska det anges i vilken utsträckning värderingen baseras på värderingar gjorda av oberoende värderingsmän. Om företaget använt sig av intern värdering ställs långtgående krav på vad som ska redovisas i resultaträkningen. Bland annat ska belopp avseende hyresintäkter, direkta kostnader både för de fastigheter som genererat och de fastigheter som inte genererat hyresintäkter redovisas.⁵⁵

⁵¹ IAS 40 p 53

⁵² IAS 40 p 35

⁵³ IAS 40 p 38

⁵⁴ IAS 40 p 32

⁵⁵ IAS 40 p 75

6 Fastighetsmarknaden

Detta kapitel tar upp fastighetsmarknaden ur ett brett perspektiv. Inledningsvis presenteras historik samt teorier om fastighetsvärde och begreppet substansvärde. Avslutningsvis beskrivs konjunkturläget och konsekvenserna för fastighetsmarknaden.

6.1 Historik

Den ekonomiska utvecklingen i samhället uppvisar svängningar över tiden vilket följer faktorer som ekonomisk tillväxt, inflation och sysselsättning med mera. Fastighetspriserna följer dessa cykliska förlopp och konjunkturen kommer även i framtiden vara föränderlig. Kring år 2000 hade fastighetspriserna nått en ny kulm efter att ha hämtat sig efter fastighetskrisen i början på 1990-talet. Börsmarknaden upplevde den största nedgångarna sedan 1930-talet, raset var så stort som 60-70 procent från toppnoteringarna. Nedgångarna resulterade i att fastighetsmarknaden började svikta under 2001. Fastighetsmarknaden upplevde inte samma nedgång som på 1990-talet och fastighetspriserna började återigen stiga under 2003. Det har varit en positiv utveckling på fastighetspriserna de senaste åren. Bankerna i USA har gett ut värdepapper med inbakade sub-primelån, dessa har i sin tur framkallat en finanskris på de internationella fastighets- och kreditmarknaderna under 2008. Detta har lett till en restriktiv utlåningspolitik bland banker med resultat att färre transaktioner genomförs, främst bland utländska investerare.⁵⁶

6.2 Residualteorin för fastighetsvärde

Fastigheters värde kan beskrivas utifrån det faktum att fastigheter är en produktionsfaktor och priset på denna bestäms av efterfrågan. Värde uppkommer därför att fastigheter är nödvändiga för att kunna uppföra byggnader, vilka i sin tur är nödvändiga för produktion såsom varor, tjänster eller boende. Det avgörande för värdet på en fastighet är ofta läget, vid köp av en centralt belägen fastighet erhålls en lokalisering nära andra attraktiva punkter. Detta är bakgrunden till att förstå *residualteorin för fastighetsvärde*. Teorin utgår från att det finns fyra produktionsfaktorer, land (fastigheter), arbetskraft, kapital och naturresurser. För att få tillgång till samtliga produktionsfaktorer måste marknadsmässig ersättning betalas, kostnaden dras av från den inkomst som erhålls för den produkt som produceras. Produktionsfaktorn land skiljer sig från de andra genom att vara omöjlig att flytta, fastigheter är immobila, även på lång sikt. En fastighet kan aldrig flyttas till ett bättre läge där den skulle kunna ge mer avkastning. Detta faktum förklarar varför vissa fastigheter kan bli väldigt värdefulla under rätt förutsättningar, medan andra värderas väldigt lågt. Förutom immobiliteten utmärks produktionsfaktorn land dessutom av att den alltid är unik. Poängen i residualteorin för fastighetsvärde är att de tre mobila produktionsfaktorerna måste få marknadsmässig ersättning först, för att inte försvinna någon annanstans där de får bättre betalt. Det som blir över efter att de mobila

⁵⁶ Persson, 2008, s. 220-224

produktionsfaktorerna fått betalt, residualen, kan användas för att betala för marken (fastigheten) som produktionen utförs på.⁵⁷

6.3 DiPasquale-Wheatons Fyrkvadrantsdiagram

DiPasquale-Wheaton Fyrkvadrantsdiagram är en teoretisk modell för att grafiskt presentera hur fastighetsmarknaden är uppbyggd och hur de fyra delmarknaderna samverkar, se Figur 1. Diagrammet beskriver fyra binära samband som tillsammans visar kopplingen mellan lokalhyresmarknaden och tillgångsmarknaden. Diagrammet är användbart för att undersöka effekterna på den långsiktiga jämvikten inom och utanför lokalhyresmarknaden och tillgångsmarknaden. Teorin kring långsiktig jämvikt på fastighetsmarknaden utgår från att utbud av lokalyta kan anpassas efter efterfrågan. Jämvikten i diagrammet representeras utav en rektangel vars hörn ligger i varsin kvadrant. Skärningspunkterna mellan rektangelns sidor och axlarna representerar jämviktsläget för stocken av lokalyta, hyra, fastighetsvärden och graden av nyproduktion på marknaden.

De två översta kvadranterna beskriver följande relationer på kort sikt:

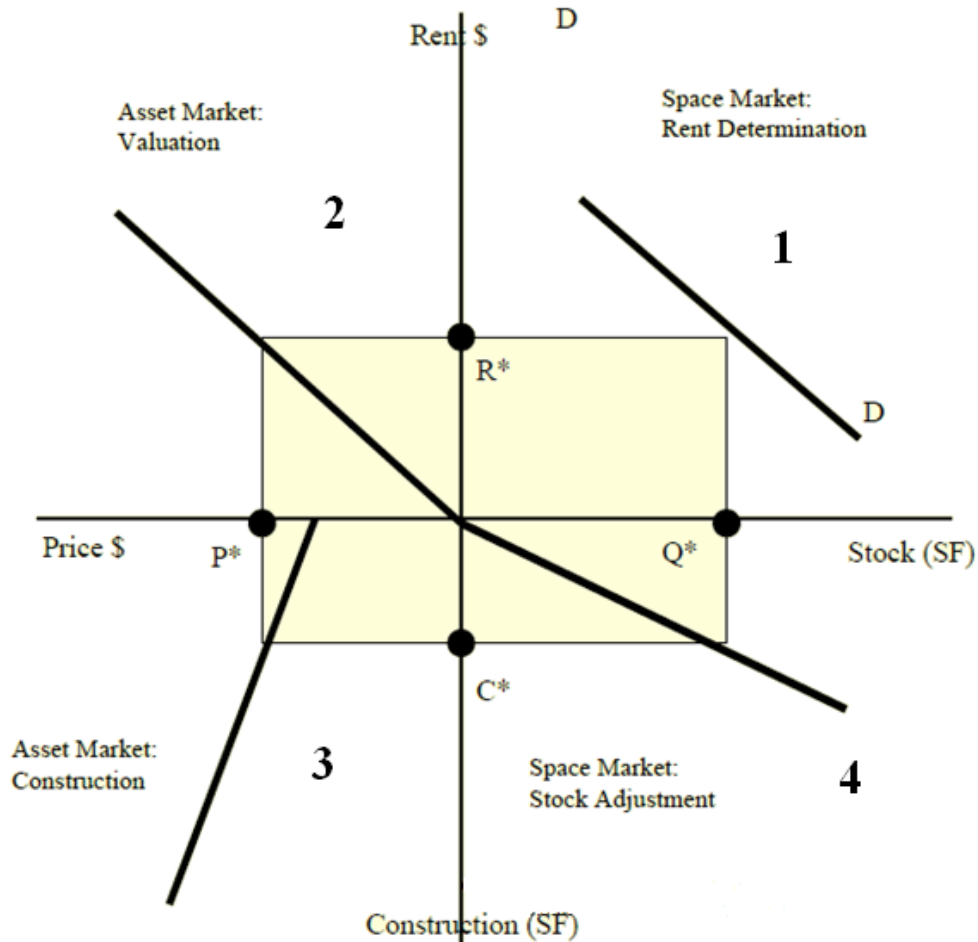
1. Hyressättning i förhållande till den befintliga stocken av lokalyta. Den horisontella axeln är den fysiska stocken av lokalyta uttryckt i kvadratmeter, den vertikala är hyresnivå uttryckt i kronor/kvadratmeter per år. Linjen i denna kvadrant är efterfrågekurvan på lokalyta vid olika hyresnivåer.
2. Fastighetsvärde i förhållande till hyressättning. Den horisontella axeln är fastighetspriser i kronor/kvadratmeter och den vertikala är hyresnivå uttryckt i kronor/kvadratmeter per år. Linjen i denna kvadrant är avkastningskravet för fastigheter.

De understa kvadranterna beskriver följande relationer på lång sikt:

3. Hur nyproduktionen påverkar befintliga fastighetsvärden på marknaden. Den vertikala inverterade axeln representerar fysisk mängd av nyproduktion per år uttryckt i kvadratmeter. Den horisontella axeln är fastighetspriser i kronor/kvadratmeter. Linjen genom denna kvadrant representerar nyproduktionsaktivitet.
4. Den befintliga stockens påverkan på nybyggnationen, det vill säga utbudet på marknaden. Den vertikala axeln är den fysiska mängden av nyproduktion per år uttryckt i kvadratmeter. Den horisontella axeln är den fysiska stocken av lokalyta uttryckt i kvadratmeter. Linjen i kvadranten relaterar genomsnittsnivån på nybyggnation i förhållande till den befintliga stocken av lokalyta.⁵⁸

⁵⁷ Geltner & Miller, 2007, s.60-62

⁵⁸ DiPasquale & Wheaton, 1992



Figur 1 DiPasquale & Wheaton Fyrkvadrantsdiagram

6.4 Substansvärde

Ett bolags substansvärde används vid företagsvärdering och benämns som skillnaden mellan marknadsvärdet på företagets tillgångar och skulder. Substansvärdet kan med utgångspunkt från ett företags balansräkning beräknas som beskattat eget kapital justerat med hänsyn till obeskattade reserver och latent skatteskulder⁵⁹. Den latent skatteskulden består av två delar, bolagsskatt som uppstår vid realiseringen av bolagets tillgångar och inkomstskatt som uppstår då aktieägarna mottar utdelning⁶⁰. Substansvärde benämns ibland som justerat eget kapital. Substansvärdebegreppet förekommer i ekonomisk litteratur, årsredovisningar och skatteregler. Tillämpningen har störst betydelse för företag där tillgångarna i huvudsak betecknas som reelltillgångar, exempelvis fastigheter och fartyg. Företag av detta slag kallas substansföretag. Fastigheter och fartyg är reelltillgångar, till skillnad från immateriella

⁵⁹ Hägg, 1990, s. 21

⁶⁰ Hägg, 1991, s. 35

tillgångar som konstnärlig skicklighet eller lagkunnighet hos en advokat. Företag med hög andel immateriella tillgångar kallas kunskapsföretag. Medan kunskapsföretagens immateriella tillgångar är knutna till individer, kan substansföretagens reallgångar disponeras av vem som helst som köper dem. Detta medför att substansföretagens tillgångar ofta har kända marknadsvärden, till skillnad från kunskapsföretagen.⁶¹

Substansföretag prissätts på två olika marknader, den marknad för de tillgångar den äger och på aktiemarknaden.⁶² För fastighetsbolag innebär detta att fastigheterna prissätts på fastighetsmarknaden och aktierna på aktiemarknaden. Det förekommer ofta en skillnad mellan substansvärdet och börsvärdet på bolaget, vilket ofta resulterar i en rabatt. Rabatten uttrycks som en procentuell skillnad mellan substansvärdet och det lägre börsvärdet. Motsatsen betecknas premium. Det misstänks att orsaken till rabatt kommer från börssystemet som helhet och att storleken på rabatten är ett mått på hur effektiv börserna är.⁶³ I framtiden kommer rabatten att minska på grund av börsernas utveckling med mer tydlig information samt att transparens i bolagen blir större. Det är en vanlig företeelse på fastighetsmarknaden att värdet på fastighetsbolag värderas lägre än dess tillgångar. En investerare väljer mellan att köpa en fastighet direkt eller indirekt genom fastighetsaktier. Investeraren kräver en rabatt för att köpa fastigheter indirekt, desto fler fördelar med indirekt ägande desto mindre rabatt uppstår. De fördelar som ett noterat fastighetsbolag tillför, jämfört med direkt ägande, utgör det värde som bolaget tillför. Den största orsaken till att det förekommer substansrabatt är att indirekt ägande av fastigheter genom aktier medför dubbelbeskattning. Fastighetsbolaget betalar bolagsskatt på vinsten samt att aktieägarna är skyldiga att betala skatt på utdelningen. Fastighetsbolagens förmåga att tillföra värde är en avgörande faktor för att motivera en rabatt. Substansrabatten i ett fastighetsbolag uppstår genom kapitalstrukturen, verksamhetens inriktning och de anställdas kunskande.⁶⁴

Substansvärdet per aktie används för att beräkna den motiverade kursen för en fastighetsaktie. Rimligtvis borde aktiestockens marknadsvärde på börserna vara lika med det totala substansvärdet. I fastighetsbolag är det framförallt fastighetsinnehavet som är en väsentlig del av substansvärdet. Ofta visar det sig att aktiekursen avviker från substansvärdet per aktie. En tolkning av skillnaden är att aktiekursen uppfattas som det diskonterade nuvärdet av förväntade framtida utdelningar. En annan tolkning är att om substansvärdet per aktie överstiger aktiekursen så förmår inte företaget att förränta den substans det disponerar över.⁶⁵

⁶¹ Hägg, 1991, s. 31

⁶² Ibid, s. 32

⁶³ Von Essen, 1997, s. 13-14

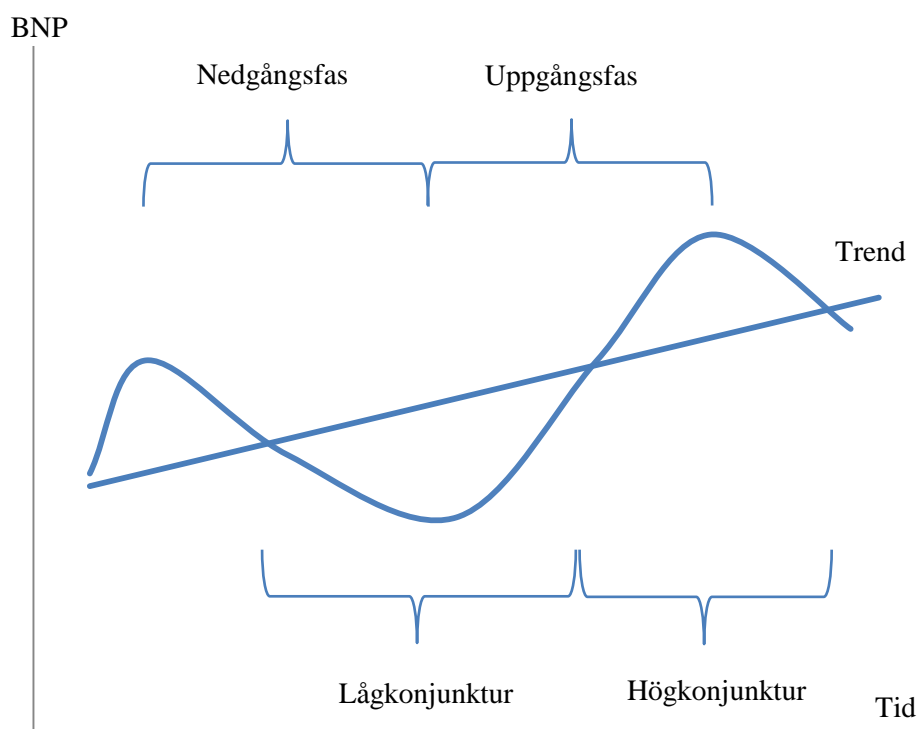
⁶⁴ Leimdörfer, 2000

⁶⁵ Hägg, 1990, s. 22

6.5 Konjunkturläget

6.5.1 Bruttonationalprodukt

BNP är värdet av alla varor och tjänster som produceras i ett land under en tidsperiod. Längre tidsserier över BNP uppvisar två grundläggande egenskaper, att BNP ökar långsiktigt och att BNP fluktuerar kortsiktigt. Den långsiktiga tendensen utgörs av BNP-trenden. BNP-trenden är ett mått på BNP vid full sysselsättning och benämns även potentiell BNP. Skillnaden mellan trenden och den faktiska BNP-serien är konjunkturcykeln. Perioder då BNP är högre än trenden kallas högkonjunkturer och perioder då BNP är under trenden kallas lågkonjunkturer.⁶⁶ Figur 2 nedan visar BNP-trenden, nedgångs- och uppgångsfas samt hög- och lågkonjunktur.

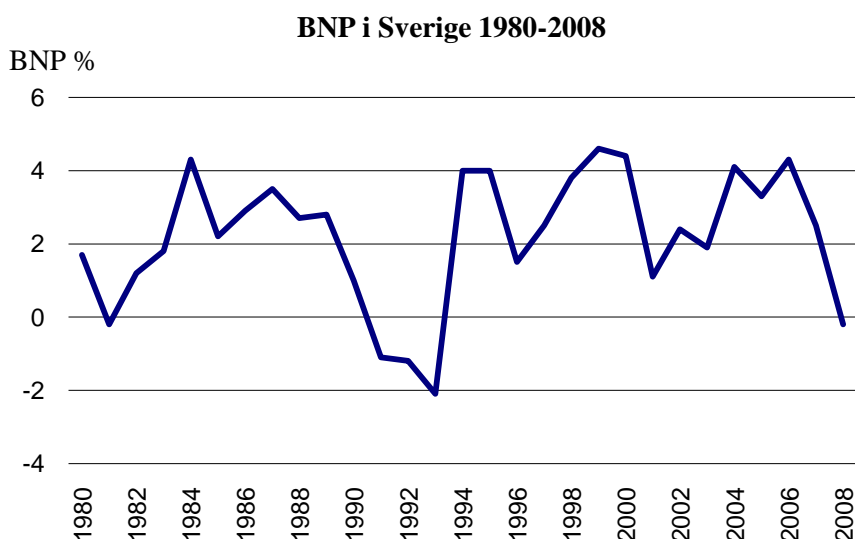


Figur 2 Principskiss över konjunkturen

BNP bedöms växa i normal takt när tillväxten är i linje med det historiska genomsnittet. Sveriges BNP har sedan 1980 vuxit med i genomsnitt 0,5 procent per kvartal, motsvarande en BNP-trend på 2,0 procent per år.⁶⁷ Figur 3 nedan visar den årliga reala tillväxten i Sveriges BNP sedan 1980.

⁶⁶ Fregert & Jonung, 2003, s. 251-252

⁶⁷ SCB (a), 2009



Figur 3 Årlig tillväxt i real BNP i Sverige 1980-2008

Efter att ha haft positiv BNP-tillväxt varje kvartal sedan första kvartalet 1997 mattades tillväxten i Sverige av något det tredje kvartalet 2008 då BNP endast ökade 0,3 procent jämfört med året innan.⁶⁸ I Konjunkturläget, en opartisk analys och prognos över svensk och internationell ekonomi utgiven av Konjunkturinstitutet, konstaterades i augusti 2008 att svensk ekonomi var på väg in i en lågkonjunktur.⁶⁹ Fjärde kvartalet 2008 minskade BNP med 4,8 procent jämfört med motsvarande kvartal 2007. En kraftig minskning av lagerinvesteringarna bidrog starkast till den negativa BNP-utvecklingen, även hushållens konsumtionsutgifter samt exportnettot gav kraftigt negativa bidrag. Nedgången i fjärde kvartalet bidrog till att Sveriges BNP minskade med totalt 0,2 procent 2008. Konjunkturinstitutets prognos för 2009 pekar på en nedgång på 3,9 procent.⁷⁰

BNP till marknadspris

2008Q4	- 4,8 % (Utfall)
2008	- 0,2 % (Utfall)
2009	- 3,9 % (Prognos)
2010	0,9 % (Prognos)

Anm. Prognos enligt Konjunkturläget, mars 2009.

6.5.2 Minskad aktivitet på transaktionsmarknaden

DTZ, en stor fastighetsrådgivare globalt, presenterar i en artikel från december 2008 siffror över transaktionsvolymen i Sverige. Det konstateras att transaktionsvolymerna fluktuerat kraftigt över året, med en stark inledning första kvartalet och ett kraftigt ras

⁶⁸ SCB (b), 2008

⁶⁹ Konjunkturinstitutet, 2008, s. 7

⁷⁰ SCB (c), 2009

det fjärde kvartalet. Under det fjärde kvartalet 2008 skedde en kraftig minskning av antalet genomförda affärer, jämfört med samma kvartal 2007 minskade transaktionsvolymen med nästan 80 procent.⁷¹

6.5.3 Lågkonjunkturs påverkan på fastighetspriserna

Under en lågkonjunktur är den totala efterfrågan på varor och tjänster lägre än vad som kan produceras. Residualteorin och fyrkvadrantsdiagrammet är ett sätt att förklara hur en lågkonjunktur kan påverka fastighetsvärdena negativt. Genom att produktionen i företagen minskar blir inkomsterna lägre. Det innebär att de företag som hyr en lokal för sin produktion får mindre pengar över att betala hyran med efter att de mobila produktionsfaktorerna är betalda. Arbetslösheten bidrar i sin tur till minskad efterfrågan på lokalyta. Enligt DiPasquale-Wheaton Fyrkvadrantsdiagram leder minskad efterfrågan på lokalytor till sjunkande hyror på lokalytemarknaden i nordöstra kvadranten. När hyrorna pressas höjs avkastningskraven på fastigheter och fastighetsvärdena sjunker i nordvästra kvadranten. Det är dock viktigt att komma ihåg att andra faktorer i en lågkonjunktur kan påverka fastighetsvärdena på andra håll och dämpa nedgången. Enligt Fischers formel⁷² borde exempelvis sänkt ränta leda till lägre avkastningskrav och därmed högre fastighetspriser.

Från oktober till och med december 2008 sänkte riksbanken reporäntan tre gånger. Den kraftigaste sänkningen kom i december då reporäntan sänktes 1,75 procentenheter till 2 procent. Sänkningen var nödvändig för att dämpa fallet i produktion och sysselsättning och klara inflationsmålet på 2 procent. Det konstaterades i pressmeddelandet att det sedan oktober 2008 skett en oväntat snabb och tydlig försämring av konjunktursen samt att flera konjunkturindikationer låg på historiskt låga nivåer.⁷³

Sänkt ränta behöver inte leda till höjda fastighetsvärden. Bo Nordlund lägger fram följande resonemang kring sambandet mellan sänkt ränta, fastighetsvärden och värdet på fastighetsaktier.⁷⁴

Problemet med de sjunkande värdena på fastighetsaktier har sannolikt sitt ursprung i de dystra konjunkturutsikterna och det skulle kunna tolkas som att marknaden inte nöjer sig med det faktum att räntan sänks, man ställer sig också följdfrågan varför den sänks. Svaret på denna följdfråga ger sannolikt inte upphov till några stående glädjeovationer eftersom en försämring av konjunktur och ekonomisk tillväxt borde leda till sänkta marknadshyror, stigande vakanser och följaktligen sänkta reala framtida driftnetton. Om marknaden tror det och reagerar rationellt torde direktavkastningskravet generellt sett stiga. Detta kan förklaras med att avkastningskravet borde innehålla en reellt negativ tillväxtkomponent. Om marknaden tror på en reellt negativ tillväxtkomponent i direktavkastningskravet innebär det att marknaden inte tror att den framtida nominella tillväxten i driftnettot kommer att följa inflationens utveckling.

⁷¹ DTZ, 2009

⁷² Se avsnitt 4.2.2

⁷³ Riksbanken, 2008

⁷⁴ Fastighetsnytt, 2009, s.77-79

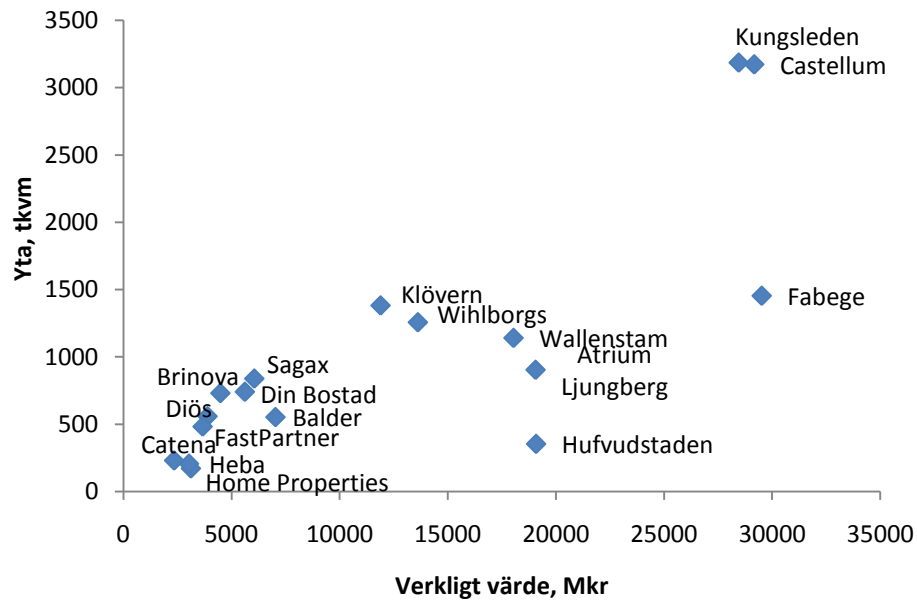
7 Undersökning av värderingars pålitlighet

I detta avsnitt prövas hypoteserna som är uppställda för att besvara våra frågor och därmed även uppnå syftet med arbetet. Först redovisas fastighetsbolagens sammansättning där storleken ställs i relation till värdet och där geografisk spridning ställs i relation till specialisering av fastighetstyp, avsnittet fungerar som en sammanfattning av fastighetsbolagen som ingår i undersökningen. I Appendix 1 redovisas varje fastighetsbolag enskilt. Arbetets tre hypoteser prövas genom undersökningarna värdering, värdeförändring och marknadens förtroende, det förs även diskussioner kring undersökningarna.

7.1 Fastighetsbolagens sammansättning

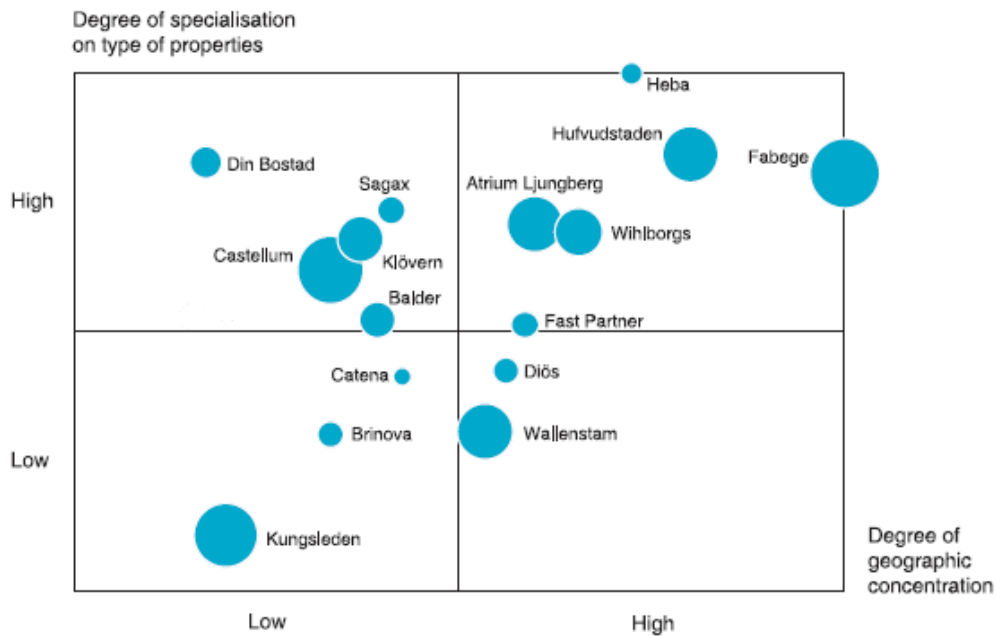
Fastighetsbolagen varierar i storlek både med avseende på yta och värde på fastighetsinnehaven. Den stora skillnaden mellan fastighetsbolagen i Figur 5 kan förklaras av koncentrationen av fastigheter på prioriterade orter. För att ägandet av fastigheter ska vara lönsamt krävs att förvaltningsfördelar uppnås eftersom drift och underhåll är en av de största löpande utgifter som fastighetsbolag har. Den geografiska spridningen skiljer sig mellan fastighetsbolagen, den är ofta kopplat till vilka typer av fastigheter som prioriteras, se Figur 4. Att fastigheterna har ett högt totalt kvadratmetervärde är inget kvitto på lönsamheten i bolaget. Castellum och Kungsleden som befinner sig i övre högra delen av Figur 5 kännetecknas av en bredd avseende geografisk spridning, se Figur 4. Castellum koncentrerar sig på de fem största tillväxtregionerna och ska där vara tillräckligt stora för att uppnå förvaltningsfördelar. Kungsleden är det bolag som är mest diversifierat avseende geografisk spridning och fastighetstyp, de fokuserar på att uppnå en riskjusterad avkastning. Bolagen i nedre vänstra hörnet i Figur 5 verkar på mindre och mer specialiserade marknader. Det görs för att vara konkurrenskraftig gentemot de största fastighetsägarna. De bolag som inriktar sitt ägande mot en typ av fastighet kan erbjuda en expertis som är svår att konkurrera mot. Exempel på inriktningar är hotellfastigheter, logistikfastigheter, kontor och bostäder.

Fastighetsbolagen



Figur 5 Sammanställning över storleken på fastighetsbolagen som ingår i undersökningen. Bygger på uppgifter från årsredovisningar över 2008.

Specialisering och koncentration



Figur 4 Sammanställning avseende geografiska spridning, graden av specialisering mot en viss typ av fastigheter och cirklarnas omfång visar storleken på fastighetsbolagen med hänsyn på fastighetsvärdet. Home Properties är inte med då de avnoterades 2009. Leimdörfer 2009.

7.2 Värderingarna

Undersökningen ska pröva vår första hypotes att *en övergång sker från intern till extern värdering vid fallande fastighetsvärden*. På en marknad med fallande fastighetsvärden är trovärdigheten till värderingen viktig, detta gör det intressant att undersöka ifall fastighetsbolagen byter till oberoende extern värdering för att stärka sin trovärdighet. Fastighetsbolagens sätt att värdera jämförs under år 2006 och år 2008.

De flesta fastighetsbolag i undersökningen använder kassaflödesvärdering för att bestämma verkligt värde. Värderingarna grundar sig på marknadsanalyser över de orter/områden som fastigheterna befinner sig på samt fastighetsspecifika och kontraktsanknutna uppgifter. Värderingar utförs inför varje kvartal och sammansättningen av vem som utför värderingarna är olika. Värderingarna utförs antingen externt eller internt. Det finns sedan en mängd olika kombinationer, vissa delar av fastighetsbeståndet kan värderas internt medan resterande del värderas externt och tvärt om. Det är vanligt att värderingarna i fastighetsbolagen utförs både av interna värderare och av externa värderare, det görs för att säkerställa och öka trovärdigheten för värderingarna. Många fastighetsbolag anser att det varit svårt att värdera på grund av att det har skett få transaktioner under 2008.

7.2.1 Undersökning 1

Fastighetsbolagens sätt att värdera på delas in i tre grupper för att kunna jämföra värderingssättet med hur mycket fastighetsvärdena förändrats. Ett fastighetsbolag placeras i gruppen *intern värdering* när redovisat verkligt värde grundar sig på interna värderingar. Det kan även förekomma externa värderingar i denna grupp men de värderingarna används inte vid redovisningen utan endast för att säkerställa och öka trovärdigheten för de interna värderingarna. Ett fastighetsbolag placeras i gruppen *extern värdering* när redovisat verkligt värde grundar sig på externa värderingar. Fastighetsbeståndet ska värderas externt minst en gång under ett räkenskapsår. Fastighetsbolaget tillhör gruppen extern värdering även om det sker interna värderingar vissa kvartal. I arbetet definieras en extern värdering som en värdering utförs av en oberoende värderare. Ett fastighetsbolag placeras i gruppen *kombinerad värdering* när endast vissa delar av fastighetsbeståndet värderas externt. För att möjliggöra undersökningen har förenklingar gjorts och det är viktigt att vara kritisk mot ingående parametrar. Indelningen i grupper efter sätt att värdera har stor påverkan på resultatet. Att mäta graden av värdering är ingen exakt vetenskap och gränserna mellan intern, extern och kombinerad värdering är ibland oklar. Exempelvis kan ett bolag som tillhör gruppen intern värdering även ha inslag av extern värdering. Delas värderingarna in i fler grupper eller om graden av sättet att värdera på mäts i procent blir resultatet troligtvis annorlunda.

Det är intressant att undersöka sättet att värdera på och dess betydelse för fastighetsvärdet som redovisas i årsredovisningarna. Ett syfte med införandet av IFRS var att få ett gemensamt redovisningssystem för att fastighetsbolagen skulle bli mer jämförbara. Sättet att värdera på har ändrats mellan år 2006 och år 2008, se Figur 6.

Balder, Din Bostad och Atrium Ljungberg har gått från att värdera externt till att värdera internt. FastPartner har gått från intern till extern värdering och Home Properties har gått från intern till kombinerad värdering. Brinova går från extern till kombinerad värdering.

Värderingar utförda under 2006 och 2008						
Fastighetsbolag	Intern 2006	Extern 2006	Komb. 2006	Intern 2008	Extern 2008	Komb. 2008
Atrium Ljungberg		x		x		
Balder		x		x		
Brinova		x				x
Castellum	x			x		
Catena		x			x	
Din Bostad		x		x		
Diös		x			x	
Fabege		x			x	
FastPartner	x				x	
Heba		x			x	
Home Properties	x					x
Hufvudstaden	x			x		
Klövern		x			x	
Kungsleden			x			x
Sagax		x			x	
Wallenstam	x			x		
Wihlborgs		x			x	

Figur 6 Sammanställning över sättet att värdera på under år 2006 och år 2008, uppgifterna grundar sig på fastighetsbolagens årsredovisningar.

7.2.2 Diskussion

Resultatet av undersökningen över sättet att värdera på stämmer inte överens med vår första hypotes att *en övergång sker från intern till extern värdering vid fallande fastighetsvärden*. Det sker en förändring, men det finns inget som tyder på att fler fastighetsbolag väljer att värdera sina fastigheter externt. Elva fastighetsbolag värderade externt år 2006 och åtta gjorde det år 2008, endast FastPartner går över till att värdera externt. Det är intressant att notera att andelen som värderar internt eller kombinerat är fler år 2008, speciellt med tanke på att IFRS rekommenderar externa värderingar. I England externvärderas fastigheterna för att öka trovärdigheten så att utländska företag ska bli villiga att investera⁷⁵. Deras motiv till att externvärdera är att kapitalplacering inte ska behöva den omfattande kompetens som krävs för att analysera fastighetsmarknaden. En orsak till att fler fastighetsbolag i Sverige inte bytt sätt att värdera kan vara att förändringen i ekonomin inträffade snabbt och att det helt enkelt inte fanns tid. Ingen kunde i mitten av år 2008 förutse hur mycket BNP-tillväxten skulle falla fjärde kvartalet och vad effekterna för den svenska fastighetsmarknaden skulle bli. En annan orsak kan vara att transparensen i svenska

⁷⁵ Se avsnitt 4.5

fastighetsbolag är hög⁷⁶. Ett scenario är att det kommer ske en övergång till fler externa värderingar om effekterna av lågkonjunkturen drabbar fastighetsbolagen hårdare än under senare delen av år 2008. Ökad trovärdighet skulle medföra en rörligare marknad med fler villiga investerare. Om fastighetsvärdena fortsätter att falla och hypotesen prövas i slutet av år 2009 skulle resultatet kunna bli annorlunda. Att det inte skett en övergång från intern till extern värdering stöder teorin att interna värderare har ett informationsövertag gentemot de externa⁷⁷. De interna värderarna skulle därför kunna hantera osäkerheten på en marknad med få transaktioner bättre. Att gå från ett fungerande system med interna värderingar till att endast externvärdera är inte aktuellt. Det krävs bevis för att fler kapitalplaceringar ska bli villiga att investera i fastighetsbolagen för att ge incitament att övergå till endast extern värdering. Undersökningen ger inget stöd för hypotesen att fastighetsbolag skulle byta från intern till extern värdering när fastighetsvärdena faller.

7.3 Värdeförändring

Denna del av rapporten prövar vår andra hypotes att *interna värderingar är mer optimistiska än externa värderingar*. Motivet till hypotesen är samma som i syftet, att interna värderare har incitament att värdera fastigheterna högre eftersom fastighetsvärdena påverkar fastighetsbolagens resultat. Först presenteras redovisade värdeförändringar vilket bygger på uppgifter från fastighetsbolagen. Värdeförändringar enligt SFI, den allmänna värdeförändringen, ställs sedan mot de redovisade värdeförändringarna. Undersökningen prövar om sättet att värdera på har inverkan på värdeförändringarna och ifall fastighetsbolag som värderar internt har lägre värdeminskningar än de som värderar externt.

7.3.1 Undersökning 2

Redovisade värdeförändringar

Fastighetsbolagen ska redovisa verkligt värde på fastigheterna enligt IFRS och genom att ställa det värdet i relation till orealiserade värdeförändringar⁷⁸ kan värdeförändringarna över året räknas ut i procent. För enkelhetens skull kallar vi dessa värdeförändringar för redovisade värdeförändringar. Värdeförändringar på fastigheter beror på en mängd olika faktorer, genom att beräkna i procent hur fastighetsvärdena har förändrats ska fastighetsspecifika skillnader mellan fastighetsbolagen suddas ut. Det möjliggör jämförelser av värdeförändringarna mellan fastighetsbolagen och om dessa beror på sättet att värdera på.

Alla bolag utom ett redovisar en negativ värdeförändring i sitt fastighetsbestånd år 2008, i snitt minus 4,6 procent. Detta pekar på att lågkonjunkturen nått fastighetsmarknaden, något som kan förklaras av residualteorin kring fastighetsvärde och fyrkvadrantsdiagrammet.⁷⁹ Catena redovisar den största negativa

⁷⁶ Se avsnitt 4.3.3

⁷⁷ Se avsnitt 4.3.2

⁷⁸ Värdeförändringar på fastigheterna beräknade utifrån värderingen vid räkenskapsårets slut jämfört med värderingen föregående år.

⁷⁹ Se avsnitt 6.3

VÄRDERINGARS PÅLITLIGHET
 – EN STUDIE ÖVER SVENSKA FASTIGHETSBOLAGS VÄRDERINGAR

värdeförändringen, en förklaring till det är att de inriktar sitt fastighetsbestånd mot företag verksamma inom bilförsäljning. År 2008 var ett turbulent år för svensk bilindustri och resulterade i minskad bilförsäljning, vilket är en möjlig orsak till att Catenas fastighetsvärden har minskat med cirka 11 procent, se Figur 7. Av de fem största bolagen är det Kungsleden som sticker ut mest och har endast en värdeminskning på 0,75 procent. Som enda bolag i undersökningen har Brinovas fastighetsvärden ökat. De motiverar ökningen med att de inte antog de högre fastighetsvärden som externa värderare beräknade året innan och att de nu återigen ligger på de externa värderarnas nivåer.

Värdeförändringar under 2008			
Fastighetsbolag	Verkligt värde	Orealiserad värdeförändring	Värdeförändring i procent
Brinova	4492	16	0,36 %
Kungsleden	28447	- 213	- 0,75 %
Wallenstam	18040	- 256	- 1,42 %
Home Properties	3129	- 65	- 2,09 %
Sagax	6060	- 128	- 2,11 %
Balder	7038	- 214	- 3,04 %
Din Bostad	5623	- 195	- 3,47 %
Wihlborgs	13620	- 586	- 4,30 %
Castellum	29165	- 1262	- 4,33 %
Fabege	29511	- 1545	- 5,24 %
Heba	3041	- 160	- 5,26 %
Diös	3899	- 234	- 6,00 %
Atrium Ljungberg	19059	- 1202	- 6,31 %
Klövern	11895	- 795	- 6,68 %
FastPartner	3671	- 282	- 7,69 %
Hufvudstaden	19083	- 1629	- 8,54 %
Catena	2354	- 260	- 11,05%

Figur 7 Sammanställning över hur mycket fastighetsvärdena i bolagen har förändrats under 2008, sorterad efter värdeförändringar. Värden i miljoner kronor.

Värdeförändring enligt SFI

Fastighetsbolagens redovisade värdeförändring som presenteras ovan ställs i förhållande till den allmänna värdeförändringen på fastigheter i Sverige. Den allmänna värdeförändringen erhålls genom att uppgifter från Svenskt fastighetsindex appliceras på fastighetsbolagens fastighetsbestånd för att få ett viktat resultat, se exempel nedan.

För att kunna använda indexet måste förenklingar göras så att fastighetsbolagen i undersökningen behandlas lika. Förenklingarna är en orsak till att de faktiska värdeförändringarna avviker från de viktade värdeförändringarna enligt SFI, se Figur 8. Vid analys av undersökningen är det viktigt att beakta dessa förenklingar. Förenklingar som görs är:

- Fastighetsbolagens geografiska spridning varierar stort. Var fastigheterna är belägna tas inte med i bedömningen.
- Fastighetstyper omklassas för att stämma överens med den klassningen som SFI använder sig av. Exempelvis bildar kontor och butik en kategori då dessa ibland förekommer på samma fastighet samt att under övrigt hamnar ovanliga fastigheter så som hotell med mera.

Exempel

Nedgång enligt SFI, under 2008

Bostäder	- 6,9 %
Kontor/Butik	- 7,8 %
Industri/Lager	- 6,2 %
Övrigt	<u>- 8,0 %</u>
Medel	- 7,9 %

Kungsleden 2008

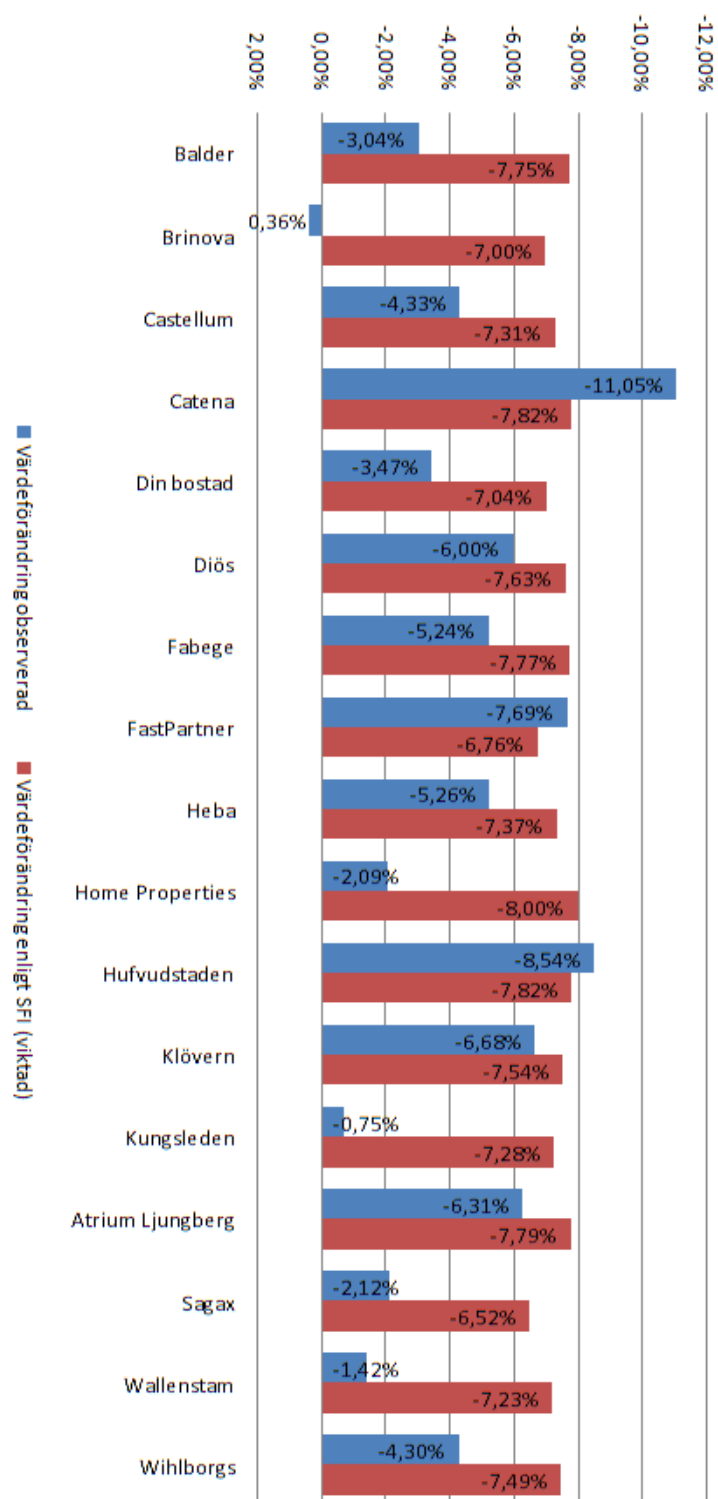
<u>Redovisat bestånd</u>		<u>Omklassat bestånd</u>	
Äldreboende	26 %	Bostäder	30 %
Skola	16%	Kontor/Butik	16 %
Vård	8 %	Industri/Lager	20 %
Äldreboende Tyskland	4 %	Övrigt	34 %
Övrigt	5 %		
Modulbyggnader	4 %		
Industri/Lager	20 %		
Kontor	9 %		
Affär	7 %		

$$\text{Viktning: } (-6,9 \times 30) + (-7,8 \times 16) + (-6,2 \times 20) + (-8,0 \times 34) = -7,28 \%$$

Om Kungsledens fastigheter hade följt den allmänna värdeutvecklingen på fastigheter så borde de skrivit ner fastighetsbeståndet med 7,28 %. Redovisade värdeförändringar är - 0,75 %. Detta ger en skillnad gentemot SFI på 6,53 %.

Den framräknade värdeförändringen enligt SFI viktas med hjälp av fastighetsbolagens redovisade fastighetsbestånd för att få jämförbara siffror. Skillnaden mellan fastighetsbolagens redovisade värdeförändring och värdeförändring enligt SFI är stor, se Figur 8. Värdeförändring enligt SFI används för att kunna analysera om fastighetsbolagens fastighetsvärden och värdeförändringar är riktiga. Det är endast tre fastighetsbolag där observerad värdeförändring är mer negativ än värdeförändring enligt SFI. Det innebär att deras fastigheter/förvaltning är sämre än den genomsnittliga fastigheten inom samma kategori, givet att värderingarna i sig är korrekta. I Catenas fall är den redovisade värdeförändringen 3,24 procent lägre än värdeförändringen enligt SFI, något som kan förklaras av inriktningen mot bilbranschen som gick dåligt under 2008.

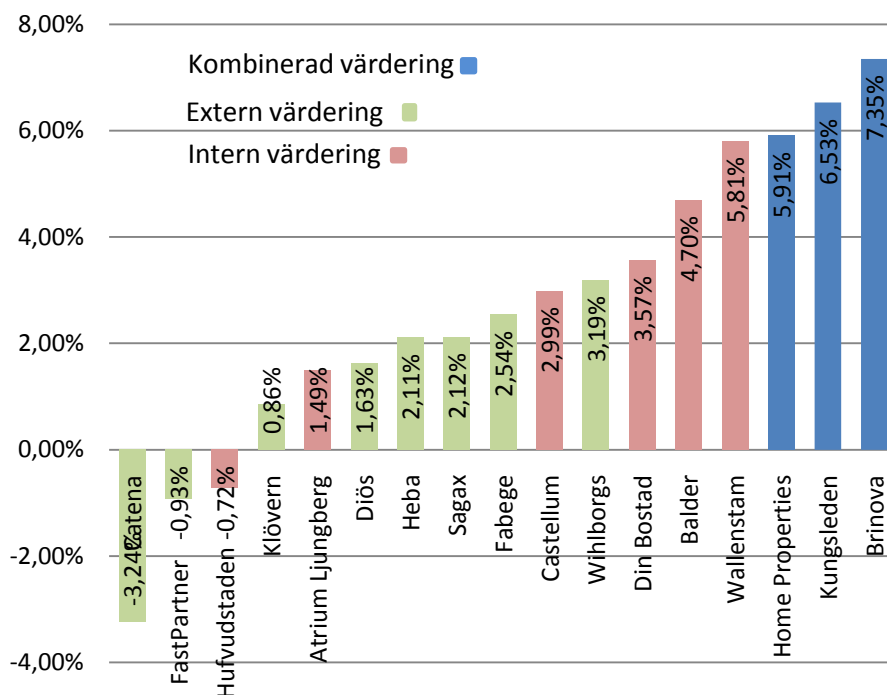
VÄRDERINGARS PÅLITLIGHET
 – EN STUDIE ÖVER SVENSKA FASTIGHETSBOLAGS VÄRDERINGAR



Figur 8 Fastighetsbolagens observerade värdeförändring och värdeförändring efter applicering av viktad värdeförändring enligt SFI år 2008.

Inverkan av sättet att värdera på

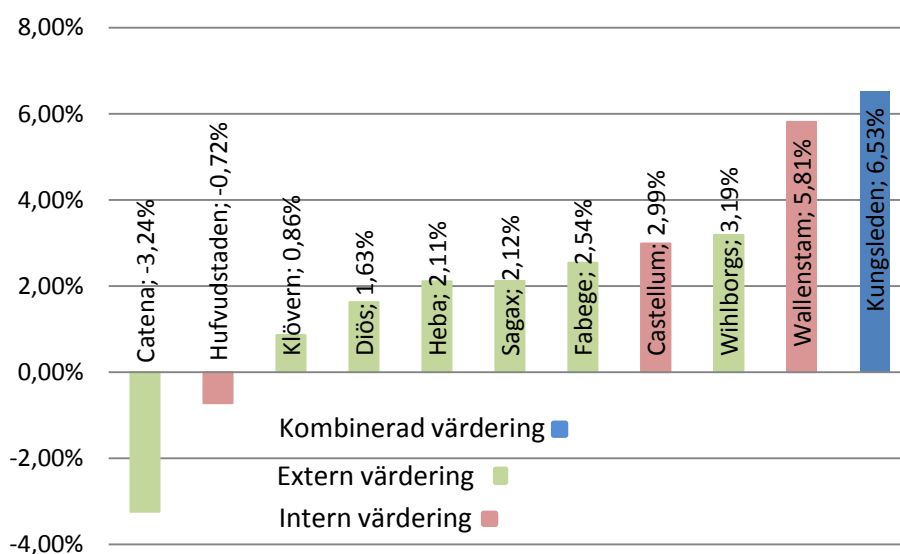
Eftersom sammansättningen av fastigheter i fastighetsbolagen varierar stort avseende typ och geografisk spridning är en generell jämförelse att föredra. Skillnaden mellan redovisad värdeförändring och värdeförändring enligt SFI presenteras i Figur 9. Är procentalen positiva har värdeförändringen varit mindre negativ än den allmänna värdeförändringen enligt SFI och är procentalet under noll innebär det mer negativ värdeförändring. Det är endast tre bolag där fastigheterna har minskat mer i värde än den allmänna nedgången. Staplarna i Figur 9 har olika färg beroende på sättet att värdera på för att visa om det har samband med värdeförändringarna. Av de åtta fastighetsbolag med högst positiv skillnad gentemot värdeförändring enligt SFI är det endast ett fastighetsbolag som värderar hela sitt fastighetsbestånd externt. Av de nio fastighetsbolag med minst positiv skillnad gentemot värdeförändring enligt SFI är det endast två fastighetsbolag som värderar internt. Undersökningen visar att sätt att värdera på har samband med redovisad värdeförändring. De tre fastighetsbolag som tillämpar kombinerad värdering skiljer sig mest gentemot SFI.



Figur 9 Skillnaden mellan verklig värdeförändring och värdeförändring enligt SFI, 2008.

VÄRDERINGARS PÅLITLIGHET
– EN STUDIE ÖVER SVENSKA FASTIGHETSBOLAGS VÄRDERINGAR

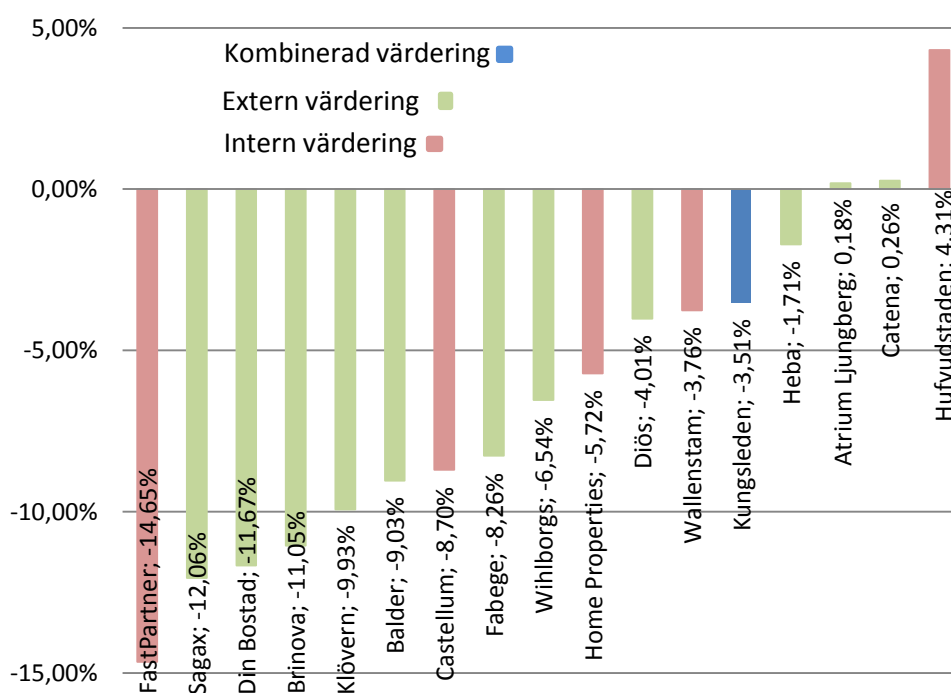
Några fastighetsbolag i undersökningen har ändrat sätt att värdera på mellan år 2006 och år 2008, det skulle kunna påverka avvikelserna från SFI. För att inte följdfel ska uppstå och påverka vår analys av fastighetsbolagen görs samma undersökning som ovan fast med en utgällning av de fastighetsbolag som har ändrat sätt att värdera mellan de undersökta åren. I Figur 10 presenteras skillnaden mellan redovisad värdeförändring och värdeförändring enligt SFI för år 2008, skillnaden gentemot Figur 9 är att fastighetsbolagen har gallrats. Koncentrationen av intern och kombinerad värdering är större långt ifrån värdeförändring enligt SFI som symboliseras av 0 procent. Sambandet mellan intern värdering och avvikelse från SFI finns men är inte lika tydligt som i Figur 9 när alla bolag är med i undersökningen.



Figur 10 Skillnaden mellan verklig värdeförändring och värdeförändring enligt SFI, 2008. Endast fastighetsbolag som inte ändrat sätt att värdera på.

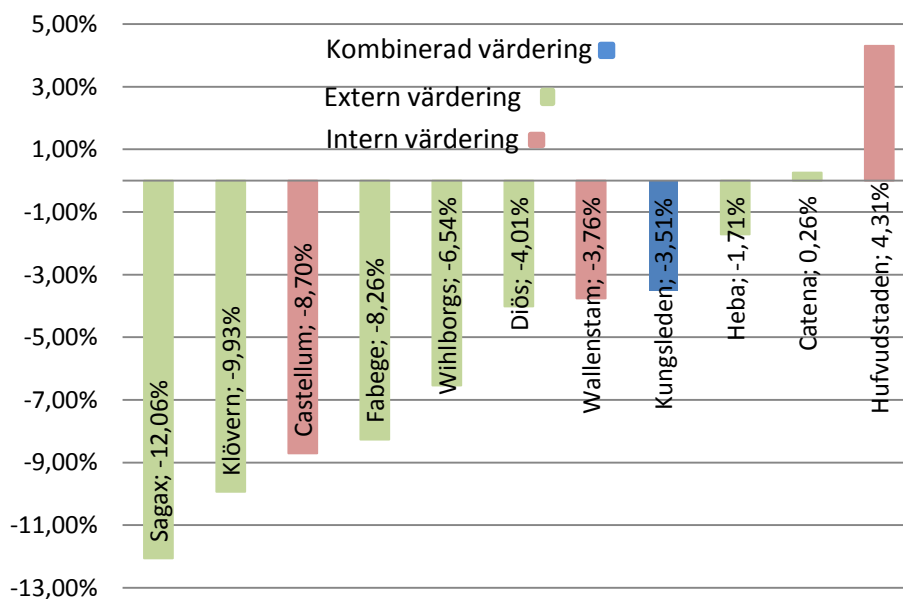
Lågkonjunkturans inverkan på fastighetsmarknaden är stor och när fastighetsvärdena sjunker blir fastighetsbolagen mindre värda. Det gör det intressant att undersöka hur verklig värdeförändring och värdeförändring enligt SFI skiljer sig mellan en fastighetsmarknad i uppgång med en i nedgång. Konjunkturer har inverkan på fastigheternas värdeförändring därför undviks jämförelse av värdeförändringarna mellan år 2006 och år 2008. För att ändå möjliggöra jämförelser undersöks relationerna mellan fastighetsbolagen för ett år i taget.

I Figur 11 presenteras skillnaden mellan redovisad värdeförändring och värdeförändring enligt SFI under år 2006. Negativa tal innebär att fastighetsbolagen redovisar mindre värdeökning än vad de borde enligt SFI. Positiva tal innebär större värdeökning än SFI. Av de åtta fastighetsbolag som avviker mest från SFI under 2006 värderar endast två internt, se Figur 11. Av de resterande nio fastighetsbolagen värderade fyra internt, andelen interna värderingar var högre här. De nio fastighetsbolagen uppvisade större värdeökningar. En förklaring till fördelningen i Figur 11 är att under 2006 när Sverige var inne i en högkonjunktur var de externa värderarna mer försiktiga vid bedömningen av verkligt värde.



Figur 11 Skillnaden mellan verklig värdeförändring och värdeförändring enligt SFI, 2006.

I Figur 12 presenteras skillnaden mellan redovisad värdeförändring och värdeförändring enligt SFI för år 2006, skillnaden gentemot Figur 11 är att fastighetsbolagen har gallrats. Både med och utan gallring är det svårt att skönja ett mönster. Möjligen att externa värderare är något mer försiktiga och deras värdeförändringar ligger längre under värdeförändringarna enligt SFI. Skillnaden mellan sätt att värdera på är inte lika tydlig under 2006 som under 2008.



Figur 12 Skillnaden mellan verklig värdeförändring och värdeförändring enligt SFI, 2006. Endast fastighetsbolag som inte ändrat sätt att värdera på.

7.3.2 Diskussion

En generell iakttagelse över fastighetsbolagens värdeförändringar under 2008 är att fastighetsvärdena inte har minskat lika mycket som de borde enligt SFI. Fastighetsbolagens redovisade värdeförändringar är i snitt - 4,6 procent och den allmänna värdeförändringen enligt SFI är - 7,9 procent. Möjlig förklaring till detta är att de noterade bolagen äger ”bättre” fastigheter och/eller har effektivare fastighetsförvaltning än andra fastighetsägare, förutsatt att deras värdering i övrigt är korrekt. Ett annat skäl till avvikelsen kan vara bristen på jämförelsematerial då transaktionsaktiviteten minskade år 2008⁸⁰. Vi tar inte hänsyn till geografisk spridning vid jämförelse med värdeförändring enligt SFI, det kan vara en förklaring till att fastighetsbolagen i undersökning redovisar lägre värdeminskningar.

Sättet att värdera på kan ha betydelse för storleken på värdeförändringarna i fastighetsbolagen. Om värdeförändringarna avviker mycket från värdeförändringar enligt SFI kan förtroendet för värderingarna ifrågasättas, dock är det viktigt att vara försiktig vid generalisering av värdeförändringar. Slutsatser dras från avvikelse i

⁸⁰ avsnitt 4.2.1

värdeförändringar och vi förutsätter att avvikelserna beror på sättet att värdera. Det finns egentligen en mängd andra faktorer som spelar in. Förhållanden som kan ha avgörande betydelse är geografisk spridning, typ av fastigheter, storlek på fastighetsbolaget, fastighetsförvaltning, finansiella förutsättningar, med mera. Dessa faktorer inverkan är dock liten då två närliggande år jämförs. Vi observerar att under 2008 när fastighetsvärdena föll är skillnaden mellan redovisad värdeförändring och värdeförändring enligt SFI större bland de fastighetsbolag som värderar internt och kombinerat. Detta innebär att de fastighetsbolag som värderar internt och kombinerat har mindre negativ utveckling på fastighetsvärdena under en lågkonjunktur. Interna värderare är således mer optimistiska under en period med generellt fallande fastighetsvärden och sänker inte värdena lika mycket som de externa värderarna. Under 2006 skiljer sig istället fastighetsbolag som värderar externt mest från SFI. Externa värderare är mer försiktiga med att öka fastighetsvärdena under en högkonjunktur.

Genom undersökningen över värdeförändringar konstaterar vi att *interna värderingar är mer optimistiska än externa värderingar*. Vår hypotes kan inte förkastas efter denna undersökning då påståendet stämmer.

7.4 Marknadens förtroende

Undersökningen görs för att pröva vår hypotes om *marknaden har större förtroende för fastighetsbolag som värderar externt*. Motivet till hypotesen är att osäkerheten i fastighetsvärderingar blir högre då det inte sker lika många fastighetstransaktioner på marknaden och att externa värderare då har större marknadskännedom. För att mäta förtroende ställs fastighetsbolagets börsvärde, marknadens värde, mot de tillgångar som finns i bolaget. Genom att jämföra två år med varandra kan en förändring i förtroende beräknas.

7.4.1 Undersökning 3

Fastighetsbolag är substansföretag. Substansföretag prissätts på två olika marknader, den marknad för de tillgångar den äger och på aktiemarknaden. För fastighetsbolag innebär detta att fastigheterna prissätts på fastighetsmarknaden och aktierna på aktiemarknaden. På aktiemarknaden värderas bolaget varje dag medan fastigheterna värderas fyra gånger om året. Då värdet på ett fastighetsbolag grundar sig på fastigheterna och deras intjäningsförmåga kan något förenklat sägas att värdet på fastighetsbolaget är lika med värdet på fastigheterna. Börsvärdet kan ses som marknadens värdering av ett bolag, implicit fastigheterna i ett fastighetsbolag. Detta förhållande gör det intressant att jämföra ett fastighetsbolags börsvärde med värdet på fastigheterna. Det finns många faktorer som påverkar börskursen förutom de enskilda fastigheternas marknadsvärden. Börskursen kan dock användas som en indikator om riktningen på värdeutvecklingen. Börsvärdena som används vid beräkningarna kommer från OMX och representerar värdet för sista börsdagen i respektive år.

Tillvägagångssätt

För att undersöka om förtroendet för fastighetsbolagens fastighetsvärderingar har ändrats jämförs år 2006 med år 2008 avseende kvoten av börsvärde och eget kapital

(BV/EK), den relativa förändringen fås genom att ställa kvoten från de båda åren mot varandra. Den relativa förändringen mellan åren ger en bild över hur förtroendet för fastighetsbolagens fastighetsvärderingar har förändrats. Det fastighetsbolag som har störst negativ relativ förändring har enligt våra antaganden tappat mest i förtroende. Fördelen med att jämföra två närliggande år är att andra parametrar, som exempelvis fastighetsförvaltning, inte har ändrats och sättet att värdera på får stor inverkan på fastighetsbolagens förtroende. Om det skett en förändring kan lågkonjunkturen med fallande fastighetsvärden vara en förklaring. Undersökningen visar hur förtroendet har förändrats, det säger inget om rangordning mellan fastighetsbolagen. Ett fastighetsbolag som har tappat mycket i förtroende kan fortfarande ha störst förtroende. Undersökningen går ut på att se om sättet att värdera har inverkat på marknadens förtroende för fastighetsbolaget. Efter att en eventuell förändring i trovärdighet har observerats, undersöks ifall det finns ett samband med sätt att värdera på. Om fastighetsbolag som värderar internt tappar mest i förtroende kan hypotesen inte förkastas.

Vanligtvis benämns skillnaden mellan börsvärde och substansvärde i fastighetsbolag som substansrabatt då fastighetsbolaget är värt mindre än tillgångarna och premie ifall bolaget är värt mer än tillgångarna. Substansrabatt kan användas för att mäta marknadens förtroende för värderingen av fastighetsbolagets tillgångar. Substansvärdet består av bolagets tillgångar minus skulder samt schablonmässiga skatteavdrag. Fastighetsbolagens individuella avdrag kan inte utläsas ur årsredovisningarna och för att få rättvisande relationer använder vi istället bolagens redovisade egna kapital, vilket består av tillgångar minus skulder. Relationen mellan börsvärde och eget kapital ger oss inte uppgifter om fastighetsbolaget är värt mindre än tillgångarna, substansrabatt, utan relationen används endast för att i nästa steg mäta den relativa förändringen av förtroende. Förändringar i relationen mellan börsvärde och eget kapital kan betyda mer än att förtroendet har minskat, börsvärdet kan påverkas av exempelvis räntenivåer, lagstiftning och efterfrågan på lokalyta. Den relativa förändringen visar på hur förtroendet för värdet i fastighetsbolaget har ändrats och inte om värdet har ändrats i förhållande till börsvärdet. Vår egen modell kan då mäta förändringar i förtroende och om sättet att värdera på inverkar. Med hjälp av modellen kan hypotesen prövas.

Antagande

Kvoten BV/EK beskriver börsvärdet i ett företag som andel av företagets egna kapital. I undersökningen antas att kvoten av BV och EK beskriver marknadens förtroende för bolagets verksamhet i stort. Eget kapital används för att det tar hänsyn till lånebild i företaget, något som även marknaden gör när bolaget värderas på börsen. Detta är motivet till att eget kapital används istället för fastighetsvärde.

Förtroendet för ett fastighetsbolag byggs bland annat upp av förmåga att förvalta sina fastigheter, deras förmåga som portföljförvaltare samt förtroende för fastighetsvärderingen. I ett fastighetsbolag består tillgångarna till största delen av fastigheter, det förekommer även andra tillgångar som inte beskrivs närmare i detta arbete. För att testa hypotesen *marknaden har större förtroende för fastighetsbolag som värderar externt* antar vi att förtroendet för bolagets förmåga att förvalta sina

fastigheter och deras förmåga att förvalta en fastighetsportfölj är oförändrad mellan år 2006 och år 2008. Detta innebär att skillnader i förtroende mellan de båda åren kan förklaras av sättet att värdera på.

Eget kapital i ett fastighetsbolag utgörs i stort av fastighetsvärdet minskat med skulder. Förtroendet grundar sig på förhållandet mellan värdet på bolaget och fastigheterna i bolaget. Undersökningen syftar inte till att få ett kvalitativt mått på trovärdigheten i fastighetsbolagen utan endast jämföra skillnaden i förtroende år 2006 med år 2008, det går inte att säga att ett fastighetsbolag har större förtroende än ett annat. Att endast jämföra kvoten BV/EK i olika fastighetsbolag ett år säger inget om storleken av förtroende för fastighetsvärderingarna. Den relativa förändringen mellan åren gör det möjligt att mäta marknadens förtroende efter fastighetsbolags sätt att värdera på. I jämförelsen tas endast bolag med som haft samma typ av värdering de båda åren. Att jämföra skillnader i förtroende i fastighetsbolag som bytt sätt att värdera är osäkert då förändringen kan bero på bytet.

Exempel:

Diös 2006 (mkr): $BV \div EK = kv \rightarrow 1242 \div 1216 = 1,02$

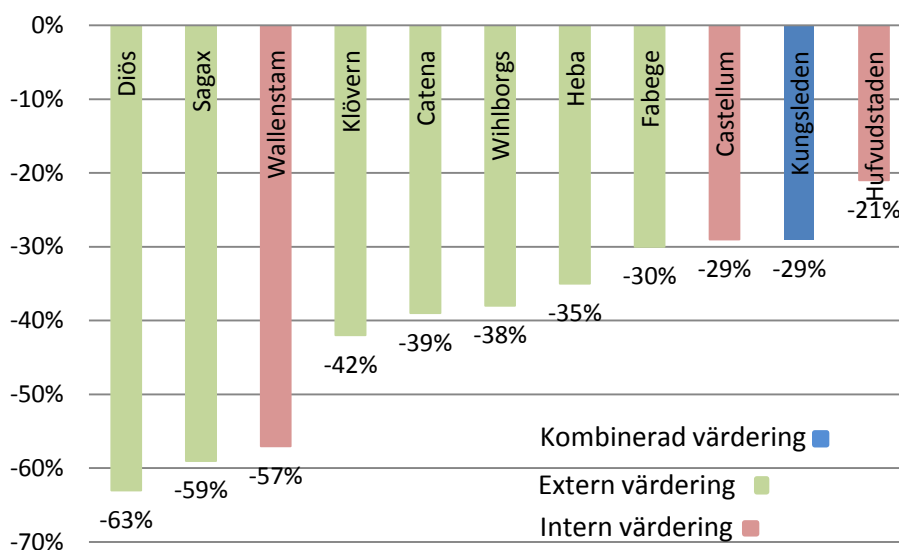
Diös 2008 (mkr): $BV \div EK = kv \rightarrow 584 \div 1538 = 0,38$

Relativ förändring: $(0,38 - 1,02) \div 1,02 = - 63 \%$

Förtroendet för värdering av Diös fastigheter har alltså minskat mellan år 2006 och år 2008. Det är viktigt att komma ihåg att kvoterna inte symboliserar storleken på förtroende och att de inte ska jämföras med substansrabatten i fastighetsbolaget. Den relativa förändringen är - 63 procent vilket innebär att förtroende för fastighetsvärderingen har minskat.

Analys

Först konstateras att förtroendet för värderingen i alla bolag i undersökningen har minskat mellan år 2006 och år 2008 oavsett val och värdering. En orsak till detta kan vara aktualiteten på fastighetsvärderingarna, att de endast värderas fyra gånger om året medan börsen värderar företaget dagligen. Om marknadens förtroende för fastighetsbolagens förmåga att förvalta sina fastigheter och deras förmåga till effektiv portföljförvaltning är oförändrad mellan de båda åren kan förtroendet för fastighetsvärderingen vara förklaringen till minskat förtroende. Undersökningen pekar mot att hypotesen *marknaden har större förtroende för fastighetsbolag som värderar externt* kan förkastas. Snarare visar undersökningen att marknaden har mindre förtroende för fastighetsbolag som värderar externt, se Figur 13. Av de fem fastighetsbolag som tappat mest i förtroende värderade fyra externt och ett internt, av de fem fastighetsbolag som tappade minst i förtroende värderade två internt, ett kombinerat och två externt. Antalet observationer är få men sambandet mellan extern värdering och minskning av förtroende mellan år 2006 och år 2008 finns där.



Figur 13 Visar relativ förändring i kvoten BV/EK mellan år 2006 och år 2008 i de bolag som inte ändrat sätt att värdera på.

7.4.2 Diskussion

Förtroendet för värderingen i alla fastighetsbolag har minskat mellan år 2006 och år 2008, oavsett val av värdering. Undersökningen visar att val av sättet att värdera på spelar in på marknadens förtroende till fastighetsvärderingar i en period med fallande fastighetsvärden, däremot pekar undersökningen inte åt samma håll som vår hypotes. Undersökningen byggs upp av ett antal antagande om att det inte skett en förändring i marknadens tilltro för bolagens sätt att förvalta eller förmåga som portföljförvaltare. Detta är visserligen en förenkling av verkligheten, men en ganska rimlig sådan. Om något bolag verkligen blivit sämre på att förvalta eller gjort några felinvesteringar så att detta har påverkat marknadens förtroende borde det ändå jämna ut sig mellan bolagen.

Vår tredje hypotes kan alltså förkastas, marknaden har inte större förtroende för externa värderingar. Något oväntat resultat eftersom det kan tänkas att en anledning till att fastighetsbolag väljer att värdera externt är på grund av att det inger högre tilltro till fastighetsvärdena, speciellt vid en lågkonjunktur då fastighetsvärdena sjunker. Aktieägarna borde föredra att fastighetsbolagen är försiktiga i sina värderingar och därmed uppmuntra att de värderar externt. Detta synsätt stämmer överens med försiktighetsprincipen.⁸¹ Resultatet i undersökningen ger stöd åt dem som argumenterar för att fastighetsbolagen har den bästa och mest pålitliga värderarkompetensen själva då de som värderar externt tappat mest förtroende från marknaden.

⁸¹ Se avsnitt 5.1

8 Slutsats

I detta avslutande kapitel presenteras resultatet av hypotesprövningarna som återknyter till syftet med arbetet.

När ekonomin gick in i en lågkonjunktur 2008 gavs ett ypperligt tillfälle att studera hur marknaden reagerar i en period med fallande fastighetsvärden avseende förtroende för redovisade fastighetsvärden. Genom undersökningar kunde de tre uppställda hypoteserna prövas och därigenom bekräftas eller förkastas. Hypotesprövningen sammanfattas nedan.

Hypotesen *det sker en övergång från intern till extern värdering vid fallande fastighetsvärden* kan förkastas. Fastighetsbolagen ändrade sätt att värdera mellan år 2006 och år 2008, men inget pekar på att andelen extern värdering har ökat.

Hypotesen *interna värderingar är mer optimistiska än externa värderingar* kan inte förkastas. Skillnaden mellan redovisad värdeförändring och värdeförändring enligt SFI är större bland de fastighetsbolag som värderar internt eller kombinerat under år 2008. Interna värderare är mer optimistiska i en period med fallande fastighetsvärden. Externa värderare är mer försiktiga med att öka fastighetsvärdena under en högkonjunktur.

Hypotesen *marknaden har större förtroende för fastighetsbolag som värderar externt* kan förkastas. Undersökningen pekar snarare på motsatsen. Enligt våra mätningar utav förändringen av förtroende för värdering i ett fastighetsbolag har de företag som värderar externt tappat mest.

Att besvara frågeställningen i syftet med ja eller nej är naturligtvis svårt, men resultatet i två av de tre undersökningarna pekar mot att interna värderingar *inte* skulle vara mindre pålitliga än externa. Vi konstaterar att i en period med fallande fastighetsvärden har ingen övergång skett från intern till extern värdering. Interna värderingar är mer optimistiska än externa, trots det har inte marknaden större förtroende för fastighetsbolag som värderar externt.

Referenser

Tryckta källor

Artsberg, Kristina, *Redovisningsteori -policy och -praxis*, första upplagan, Liber, 2003

Ejvegård, Rolf, *Vetenskaplig metod*, fjärde upplagan, Studentlitteratur, 2009

Fregert, Klas., Jonung, Lars, *Makroekonomi Teori, Politik och Institutioner*, Studentlitteratur, första upplagan, 2003

Geltner, David M., Miller, Norman G., Clayton, Jim., Eichholtz, Piet, *Commercial Real Estate Analyst & Investments*, Second Edition, Thomson South-Western, 2007

Hägg, Claes, *Fastigheter och fastighetsaktier*, första upplagan, Studentlitteratur, 1990

Hägg, Claes, *Företagsvärdering*, första upplagan, Studentlitteratur, 1991

Persson, Erik, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt: Fastighetsnomenklatur*, tionde upplagan, Institutet för värdering av fastigheter och Samfundet för fastighetsekonomi, Fastighetsnytt Förlags AB, 2008

Smith, Dag, *Redovisningens språk*, tredje upplagan, Studentlitteratur, 2006

Nordlund, Bo, *Valuation and Performance Reporting in Property Companies According to IFRS*, Doctoral Thesis in Building and Real Estate Economics Stockholm, Sweden 2008

Von Essen, Reinhold, *Investmentbolag med eller utan existensberättigande*, Linköpings Tekniska Högskola, 1997

Westermarck, Christer, *EU:s redovisningsstandard: en introduktion till IAS/IFRS*, Nordstedts Juridik, 2005

Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, *LMV - Rapport 2006:10, Fastighetsvärdering: Grundläggande teori och praktisk värdering*, Gävle Lantmäteriverket, 2006

Elektroniska källor

DTZ, *Svagt fjärde kvartal, men rekordartad transaktionsvolym 2008*, publ. 2009-01-12, hämtad 2009-07-09, tillgänglig under nyheter på www.dtz.com

Konjunkturinstitutet, *Konjunkturläget Augusti 2008: Svensk ekonomi går in i en lågkonjunktur*, publ. 2008-08-27, hämtad 2009-07-09, tillgänglig på www.konj.se

Leimdörfer, *1:2000 - Rabatt på fastighetsaktier är motiverad*, hämtad 2009-07-11, tillgänglig på www.leimdorfer.se

Leimdörfer, *Koncentration och renodling – Svenska noterade fastighetsbolag, juni 2009*, hämtad 2009-06-26, tillgänglig på www.leimdorfer.se

Riksbanken, *Reporäntan sänks till 2 procent*, Pressmeddelande 2008-12-04, hämtad 2009-07-09, tillgänglig under pressmeddelanden på www.riksbank.se

SCB (a), *Nationalräkenskaper 1980-2009:1*, publ. 2009-05-29, tillgänglig på www.scb.se

SCB (b), *Kvartalstabeller 1993 - 2008Q4*, publ. 2009-03-10, tillgänglig på www.scb.se

SCB (c), *Nationalräkenskaper, 4:e kvartalet 2008*, publ. 2009-02-27, tillgänglig på www.scb.se

SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex, *Negativ avkastning på fastighetsmarknaden 2008*, Pressmeddelande 2009-02-25, hämtad 2009-07-10, tillgänglig under Index och nyckeltal på www.fastighetsindex.se

Rapporter/Artiklar

Dellbratt, Martin., Ronander, Mats, *IAS 40 Värdering till verkligt värde*, Kandidatuppsats, Handelshögskolan, Göteborg, 2007

DiPasquale, Denise., Wheaton, William. (1992), *the Market for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework*, Real Estate Economics, Vol 20, No 1.

Fastighetsnytt 2005 nr 3, Brade, Jonas, Waller, Per-Erik, Sigvardsson, Jörgen, *Första indikationerna på tillämpningen av IFRS ur ett fastighetsvärderingsperspektiv*, Fastighetsnytt Förlags AB

Fastighetsnytt 2006 nr 1, Bergstrand, Daniel, *Redovisning enligt IFRS i fastighetsbolag*, Fastighetsnytt Förlags AB

Fastighetsnytt 2008 nr 4, Bergstrand, Daniel, *Stor risk att lita blint på redovisade värden*, Fastighetsnytt Förlags AB

Fastighetsnytt 2009 nr 2, Nordlund, Bo, *Går ej att bortse från sambandet mellan aktiekurser och fastighetsvärden*, Fastighetsnytt Förlags AB

Lind, Hans, *Direktavkastning och direktavkastningskrav av fastigheter*, KTH infrastruktur Stockholm, 2004

Lind, Hans (1998) *The definition of market value: Criteria for judging proposed definitions and an analysis of three controversial components*, Journal of Property Valuation & Investment, Vol.16, No 2

Lindberg, Christian, *Vilka effekter har IFRS för fastighetsvärdering och värderarkåren*, Examensarbete nr 350, KTH, Stockholm, 2006

Real Estate Transparency Index, *New Europe Joins the Race*, Jones Lang LaSalle, 2008, tillgänglig på www.joneslanglasalle.com

RICS, *Property Valuation – The Carsberg Report*, The Royal Institute of Chartered Surveyors, London, 2002

SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex, *Värderingshandling 8:e upplagan*, 2007, Stockholm, tillgänglig på www.fastighetsindex.se

Årsredovisningar

Atrium Ljungberg 2006, 2008

Balder 2006, 2008

Brinova 2006, 2008

Castellum 2006, 2008

Catena 2006, 2008

Din Bostad 2006, 2008

Diös 2006, 2008

Fabege 2006, 2008

FastPartner 2006, 2008

Heba 2006, 2008

Home Properties 2006, 2008

Hufvudstaden 2006, 2008

Klövern 2006, 2008

Kungsleden 2006, 2008

Sagax 2006, 2008

Wallenstam 2006, 2008

Wihlborgs 2006, 2008

Appendix 1

Här presenteras fastighetsbolagen som ingår i undersökningen. För att underlätta jämförelser har fastighetsbolagens bestånd delats in i bostäder, kontor/butik, industri/lager och övrigt. Indelningen bygger i första hand på fördelningen mellan fastighetsvärden och i andra hand på fördelningen mellan intäkterna. Informationen kommer från fastighetsbolagens årsredovisningar.

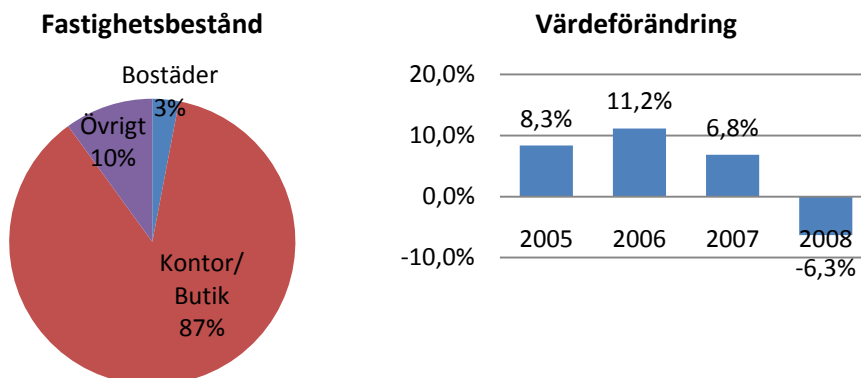
Atrium Ljungberg AB

Atrium Ljungbergs fastighetsbestånd består till största delen av handels- och kontorsfastigheter men även en liten del bostäder. Fastigheterna är främst belägna i de expansiva delmarknaderna Stockholm, Uppsala och Malmö. Totalt äger Atrium Ljungberg 55 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 904 tkvm. Affärsidén bygger på långsiktigt ägande, utveckling och förvaltning för att erbjuda attraktiva handels-, kontors- och helhetsmiljöer på attraktiva marknader.

Lågkonjunkturen kommer att innebära en minskad efterfrågan på lokaler och minskade hyror. Atrium Ljungberg bygger sin verksamhet på långsiktighet med goda kundrelationer och långa hyreskontrakt. Innehavet av en kombination av lokaltyper med kontors- och handelsfastigheter som bas på attraktiva delmarknader gör att bolaget klarar nedgången på marknaden bra.

Per bokslutsdagen har i huvudsak en intern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en kassaflödesvärdering 5-10 år framåt i tiden. Kalkylerna bygger på faktiska hyresintäkter fram till kontraktens slut, därefter beräknas hyresintäkterna till en marknadshyra. Kostnaderna är de verkliga och har anpassats efter objektets ålder och skick. Kalkylerna baseras på ett bedömt avkastningskrav på respektive fastighet. För att säkerställa de interna värderingarna görs externa värderingar av 35 procent av beståndet. De externa värderarna kvalitetssäkrar även de interna värderingarna genom att kontrollera specifika antaganden och värderingsmodeller. De få genomförda transaktionerna bidrar till en prisosäkerhet, en trend är att riskpremierna blivit högre. Detta leder till ökade direktavkastningskrav på äldre, orenoverade fastigheter i sämre lägen och mindre orter. Genomsnittligt avkastningskrav på fastigheterna är 5,9 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 19 059 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en femteplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdet har minskat med 6,3 procent under 2008. Resultatet över året har varit -3,09 kr/per aktie.



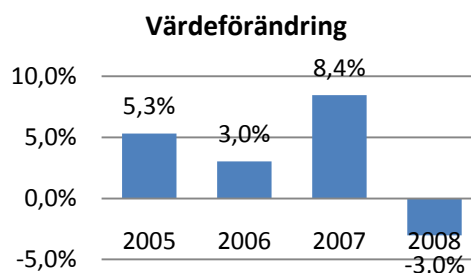
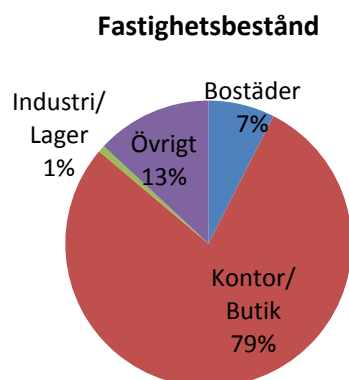
Fastighets AB Balder

Balders fastighetsbestånd består till största delen av kommersiella fastigheter som främst är lokaliserat till storstadsregionerna Stockholm, Göteborg och Malmö. Affärsidén går ut på att skapa värden genom att förvärva, utveckla och förvalta. Totalt äger Balder 122 fastigheter med en uthyrningsbar area om 553 tkvm.

Per bokslutsdagen har en intern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserad på en 10-årig kassaflödesvärdering som bygger på bedömda framtida intäkter och utgifter. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 2 procent. Direktavkastningskrav och kalkylräntor som används i värderingsmodellerna härleds genom genomförda transaktioner på marknaden. Eftersom transaktionsvolymerna har minskat ökar osäkerheten i värderingarna samt värdeförändringarna. För att säkerställa de interna värderingarna har fastigheter motsvarande 30 procent av det bedömda verkliga värdet externvärderats. De externa värderingarna understeg de interna med 1,2 procent. De nio fastigheter som sålts under året såldes för 5,5 procent mer än vad de var värderade till. Balders avkastningskrav har ökat under året och uppgick vid årsskiftet till 6,9 procent i genomsnitt.

Balder anser att det är svårt att avgöra om nedskrivningarna på fastighetsvärdena är realistiska eftersom det har skett få transaktioner under 2008. Över ett längre perspektiv är det lönsamt att investera i fastigheter och därför finns ingen anledning till oro.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 7 038,4 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en niondeplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdena har minskat under året och realiserade värdeförändringar var -214,3 Mkr. Totalt sett har värdet på fastighetsbeståndet minskat med cirka 3,0 procent. Resultatet över året har varit -24,25 kr/per aktie.



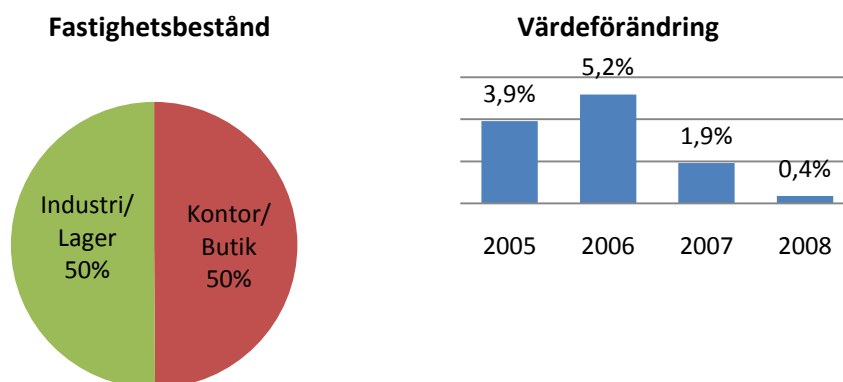
Brinova Fastigheter AB

Brinovas fastighetsbestånd består till största delen av fastigheter belägna där logistiken flödar, främst trafiklederna mellan Malmö, Helsingborg, Göteborg och Stockholm men finns även i Jönköping, Norrköping och Örebro. I Kristianstad har även investeringar gjorts i bostäder. Affärsmodellen går ut på att en kombination av förvaltning och projektutveckling ska skapa värden både i tider av expansion samt under tider av lägre tillväxt. Totalt äger Brinova 138 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 731 tkvm. De äger även fastigheter indirekt genom fastighetsinnehav, ägandet är uteslutande inom fastighetssektorn vilket gör riskerna högre än i ett diversifierat portfölj. Innehar aktier i fastighetsbolagen Fabege, Wihlborgs, Diös och Klövern.

Per bokslutsdagen har en intern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 6-årig kassaflödesvärdering som bygger på faktiska intäkter och kostnader. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 2 procent. Diskonteringsräntan som används i kalkylerna har fastställts genom aktuell långsiktig obligationsränta med tillägg för generell risk för värderingsobjektet och objektspecifik risk, nivåerna har härletts från transaktioner på marknaden utifrån objekt som är jämförbara med värderingsobjektet. De interna värderingarna har stämts av med externa värderingar på 41 procent av det totala fastighetsbeståndet. Eftersom de interna värderingarna inte skilde sig mer än +/- 10 procent från de externa värderingarna gjordes inga justeringar av fastighetsvärdena. Direktavkastning före fastighetsadministration var 6,7 procent.

Under 2007 valde Brinova att inte anta de högre nivåer på verkligt värde som de externa värderarna ansåg vara rimliga. Anledningen till att de högre värdena inte antogs motiverades av att det var ett fåtal aktörer som drev fastighetsvärdena till de högre nivåerna. Under 2008 var återigen de externa och interna värderingarna mer lika.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 4492 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en tolfteplats bland de jämförda bolagen. Som enda bolag i undersökningen har fastighetsvärdena ökat under året och orealiserade värdeförändringar var 16 Mkr. Totalt sett har värdet på fastighetsbeståndet ökat med cirka 0,4 procent. Resultatet över året har varit 9,86 kr/per aktie.

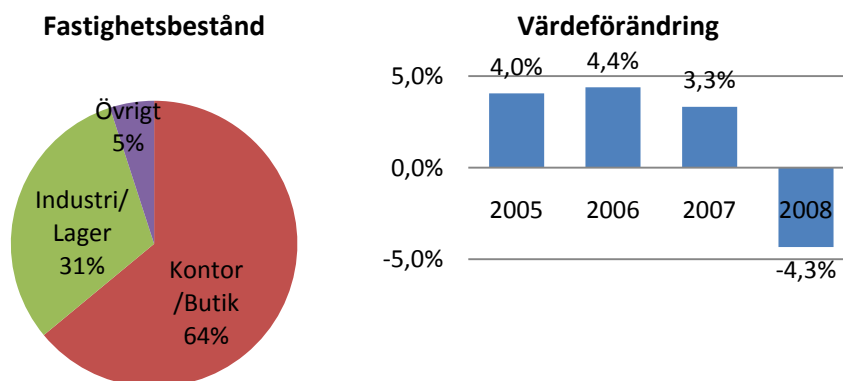


Castellum AB

Castellums fastighetsbestånd är lokaliserat till de fem svenska tillväxtregionerna Storgöteborg, Storstockholm, Öresundsområdet, Mälardalen och Östra Götaland. Fastighetsbestånden drivs genom de lokala dotterbolagen Harry Sjögren AB, Eklandia Fastigheter AB, Fastighets AB Brostaden, Fastighets AB Briggen, Aspholmen Fastigheter AB och Fastighets AB Corallen. Fastighetsbeståndet har kommersiell inriktning och inom respektive region fokuseras på marknadsområden och delmarknader med tillräcklig volym för att ge förvaltningsfördelar, samt krav på hög närvaro på marknaden. Totalt äger Castellum 587 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 3 172 tkvm.

Per bokslutsdagen har en intern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 10-årig kassaflödesvärdering som bygger på varje fastighets framtida intjäningsförmåga och kostnader. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 1,5 procent. Avkastningskravet för totalt kapital används för att diskontera det bedömda kassaflödet, medan diskontering av restvärdet sker med avkastning på totalt kapital reducerat med tillväxt motsvarande inflation. De interna värderingarna har stämts av med externa värderingar på 51 procent av det totala fastighetsbeståndet. Castellums värderingar översteg de externa med 1 procent, på portföljnivå stämmer värderingarna bra medan det kan förekomma större avvikelser på fastighetsnivå. Den normaliserade avkastningen på fastighetsbeståndet beräknas till 7,4 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 29 165 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på andraplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdena sjönk under året och orealiserade värdeförändringar var 1 262 Mkr. Totalt sett har värdet på fastighetsbeståndet minskat med cirka 4,3 procent. Resultatet över året har varit -4,04 kr/per aktie.



Catena AB

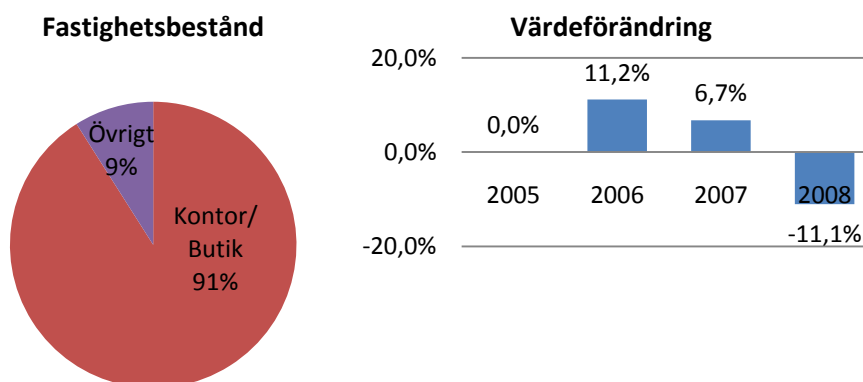
Catena består mestadels av handelsfastigheter belägna i handelsområden utanför stadskärnor, beståndet är lokaliserat till Stockholm, Göteborg, Öresund och Oslo. Bolagets strategi är att förvalta, förädla och utveckla handelsfastigheter, det ska göra dem till ledande aktörer i tillväxtregionerna. De har långsiktighet i sitt fastighetsinnehav, detta uppfylls genom att finnas på attraktiva lägen samt teckna långa hyreskontrakt. Totalt äger Catena 31 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 231 tkvm. Med 91 procent av hyresvärdet är Bilia den största hyresgästen, de säljer nya och begagnade bilar för märken som Volvo, Ford, Renault och BMW.

Under 2008 har det skett en inbromsning på Catenas marknader, både avmattning i konjunkturen samt finansiell osäkerhet. Framförallt drabbades den svenska bilindustrin hårt. Bolagets kunder påverkas av hur sysselsättningen och den privata konsumtionen utvecklas. Antalet nyregistrerade bilar minskade med 17 procent under 2008 och prognoser säger att minskningen kommer att vara ytterligare 27 procent under 2009.

Det har inte genomförts många transaktioner på liknande objekt och de jämförelseobjekt som finns gjordes transaktionerna innan hösten 2008. Avkastningskravet bedömts utifrån tidigare nivåer på direktavkastningskrav beaktande nuvarande konjunkturläge.

Per bokslutsdagen har en extern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 10-årig kassaflödesvärdering som bygger på faktiska intäkter och kostnader, i de fall hyrestiden hinner gå ut beräknas hyresintäkterna utifrån marknadshyror. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 2 procent. Kalkylräntan består av realränta, kompensation för inflation samt risktillägg. Storleken på kalkylräntan bestäms utifrån marknadens krav på risktillägg, vilket varierar utifrån varje värderingsobjekt. Genomsnittlig direktavkastning var 7,3 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 2354 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en sjuttonde och sista plats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdet har sjunkit med 11 procent under 2008 vilket är den största sänkningen i undersökningen. Resultatet över året har varit -11,41 kr/per aktie.



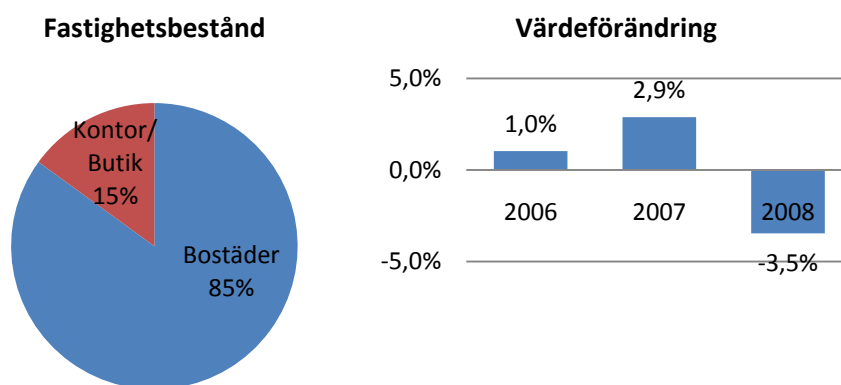
Din Bostad Sverige AB

Din Bostad fastighetsbestånd med främst bostäder men även kommersiella lokaler är utspridda på cirka 30 orter i södra och mellersta Sverige där de satsar på en stark lokal förankring. Affärsidén grundar sig på att skapa värden för kunder, ägare och övriga intressenter genom förvärv, förvaltning samt om- och nybyggnation. Totalt äger Din Bostad 313 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 741 tkvm.

Inriktningen på bostäder gör att hyresutvecklingen är avgörande för hur det går för bolaget. Hyrorna styrs av förhandlingar hos de kommunala bostadsbolagen och det så kallade bruksvärdesystemet, med det här systemet är hyresutvecklingen stabil och förutsägbar. Det sker gradvis en övergång mot marknadshyror där läget kommer vara mer betydande vid hyressättningen, övergången skulle innebära positiv utveckling för Din Bostad. Vid en nedgång på marknaden står sig bostäder bättre än kommersiella lokaler, en anledning är att efterfrågan på hyresrätter ökar.

Per bokslutsdagen har en intern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 5-årig kassaflödesvärdering baserat på fastigheternas prognostiserade kassaflöden. Eftersom det råder osäkerhet på den finansiella marknaden samt att det sker få transaktioner på jämförelseobjekt är marknaden svårbedömd. En tredjedel av fastighetsbeståndet externvärderades under det tredje kvartalet 2008 för att säkerställa de interna värderingarna. Fastighetsvärdena justerades ner och det bedömdes att värdenivån var den samma vid årsskiftet. Hyrorna för 2009 är förhandlade och kommer att stiga 3 procent vilket bedöms positivt påverka osäkerheten gällande fastighetsvärdena.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 5 623 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en elfteplats bland de jämförda bolagen. Från att bolaget bildades 2006 har fastighetsvärdena varit positiva men har nu sjunkit med 3,5 procent under 2008. Resultatet över året har varit -12,42 kr/per aktie.

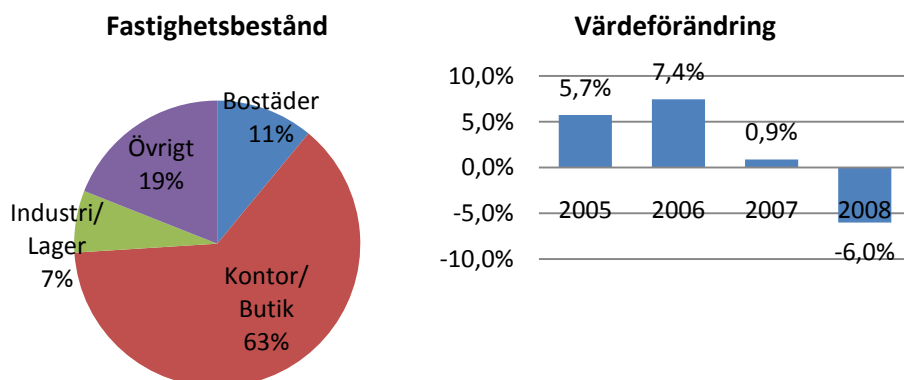


Diös Fastigheter AB

Diös fastighetsbestånd består mestadels av kommersiella fastigheter fokuserat till norra delarna av Sverige på orterna Falun, Borlänge, Mora, Gävle, Sundsvall, Östersund och Luleå. Strategin är att förvärva fastigheter på de prioriterade orterna, gärna med hög förädlingspotential. Genom effektiv förvaltning av fastighetsbeståndet ska mervärden skapas åt både hyresgäster och ägare. Totalt äger Diös 120 fastigheter med en uthyrningsbar area om 559 tkvm. Hyreskontrakten är fördelade mellan den privata och den offentliga sidan, det finns även rikstäckande samt lokalt förankrade hyresgäster. Vägverket är den största hyresgästen med 7,6 procent av det totala hyresvärdet.

Per bokslutsdagen har en extern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 5-årig kassaflödesvärdering som bygger på framtida intjäningsförmåga och avkastningskrav. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 2 procent. Avkastningskravet på eget kapital är individuellt för varje fastighet och baseras på antagande om realränta, inflation samt riskpremie. På grund av att få transaktioner skedde på marknaden under 2008 försvårades vägledningen vid fastställande av de avkastningskrav (diskonteringsfaktorer) som låg till grund för värderingarna.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 3 899 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en trettondeplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdena har minskat med 6 procent under året. Resultatet över året har varit -3,82 kr/per aktie.



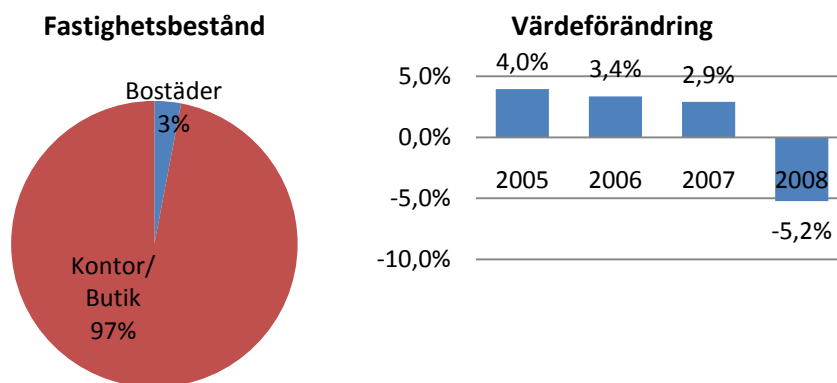
Fabege AB

Fabeges fastighetsbestånd består till största delen av kommersiella fastigheter belägna på delmarknader med hög tillväxt i Stockholmsområdet, främst i Stockholms innerstad, Solna och Hammarby Sjöstad. De äger cirka 8 procent av kontorsutbudet i Stockholm vilket ger en ledande roll på marknaden. Affärsidén bygger på att skapa värden genom förvaltning, förädling samt aktivt förändra fastighetsportföljen genom köp och försäljning. Genom att äga fastigheter i attraktiva lägen så påverkas inte fastighetsvärdena lika mycket när fastighetsmarknaden är svagare. Beståndet är samlat till förvaltningseffektiva enheter och fastigheter utanför de områdena avyttras. Totalt äger Fabege 157 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 1454 tkvm. Brinova är störste ägare i bolaget med 13,8 procent av aktierna.

Avkastningskraven har ökat efter avmattningen på transaktionsmarknaden och oron på kreditmarknaden, detta resulterade i att fastighetsvärdena minskade. De största värdefallen skedde i C lägen medan A lägen, där Fabeges fastighetsbestånd är lokaliserat, klarade sig bättre.

Under 2008 har externa värderingar utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 5-årig kassaflödesvärdering som bygger på faktiska intäkter, kostnader samt bedömningar av framtida vakanser. De externa värderarna har gjort jämförelser med andra liknande objekt samt historiska uppgifter från Fabege för att bedöma kostnaderna för drift och underhåll. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 2 procent. Kalkylräntan som används i beräkningarna baseras på räntan för 5-åriga statsobligationer med tillägg för fastighetsrelaterad risk. Viktat direktavkastningskrav vid kalkylperiodens slut uppgår till 6,0 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 29 511 Mkr vilket värdemässigt gör dem till största bolag bland de jämförda. Fastighetsvärdena har minskat med 5,2 procent under året. Resultatet över året har varit -3,07 kr/per aktie.



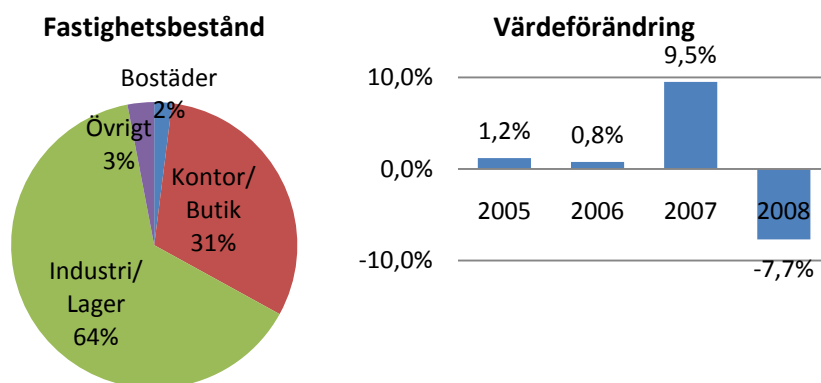
FastPartner AB

FastPartners fastighetsbestånd består av kommersiella fastigheter i främst Stockholm och Gävle, med kombinationslokaler anpassade för verksamhet inom kontor, produktion och/eller lager. Affärsidén går ut på att äga, förvalta och utveckla fastigheter med god värdetillväxt på expansiva orter. Totalt äger FastPartner 83 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 483 tkvm. Företagets VD Sven-Olof Johansson är bolagets störste ägare med 75,4 procent av aktierna.

Eftersom en nedgång förutspåddes på marknaden har inga fastighetsköp genomförts förutom ett undantag. I slutet av 2006 och under 2007 förhandlades femåriga kreditavtal fram med fastställda räntemarginaler för långivarna, som säkerhet vid en eventuell nedgång på finansmarknaden.

Per bokslutsdagen har en extern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 10-årig kassaflödesvärdering som bygger på faktiska intäkter och kostnader. Värderingsföretaget använder också egna uppgifter avseende ort- och marknadsvillkor för respektive fastighet, uppgifterna bygger på information från jämförelseobjekt. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 2 procent. Kalkylräntan utgörs av ett räntkrav på totalt kapital före skatt. Räntekravet är baserat på bedömningar av marknads förräntningskrav för likartade fastigheter. De externa värderingarna har jämförts och granskats med hjälp av bolagets interna värderingar. Värdeförändringen över året grundar sig främst på att avkastningskravet på fastigheterna har ökat. I värderingsunderlaget uppgår det genomsnittliga avkastningskravet för 2008 till 8 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 3671 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en fjortondeplats bland de sjutton jämförda bolagen. Fastighetsvärdena har minskat med 7,7 procent under 2008. Resultatet över året har varit -1,52 kr/per aktie.



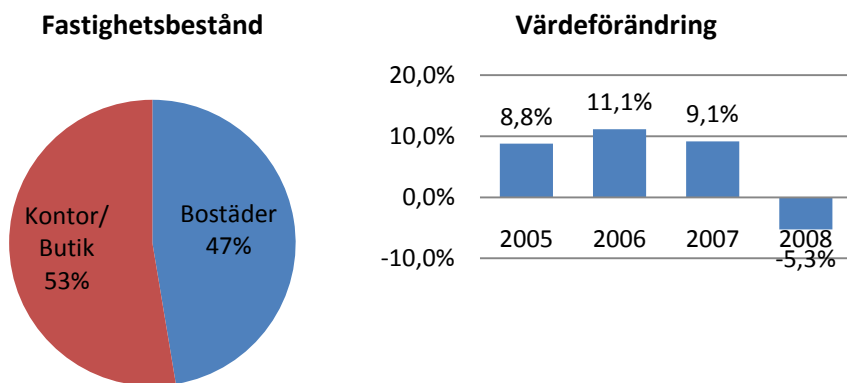
Heba Fastighets AB

Hebas fastighetsbestånd består av hyreshus innehållandes bostäder och lokaler koncentrerat till Stockholmsområdet och Borlänge. Affärsidén är att erbjuda sina hyresgäster ett attraktivt och tryggt boende genom ett långsiktigt ägande, engagerad förvaltning samt fastighetsutveckling. Totalt äger Heba 52 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 207 tkvm.

Bolagets soliditet uppgår till 60,7 procent vilket gör att räntekostnaderna är relativt små, kombinationen med stabila hyresintäkter gör att oron på den finansiella marknaden inte har påverkat bolaget möjligheter att finansiera verksamheten utan skapar möjligheter för framtida förvärv. En framtida förändring av hyressättningsystemet för bostäder skulle gynna Heba då läget ges en större betydelse. Hebas inriktning mot hyresrätter kan komma att kompletteras av ägarlägenheter efter införandet under 2009.

Per bokslutsdagen har en extern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 5-årig kassaflödesvärdering som bygger på faktiska intäkter och kostnader. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 2 procent. Kalkylränta och avlastningskrav baseras på analyser av genomförda transaktioner av jämförbara objekt. Hyresutvecklingen har i huvudsak antagits följa inflationen. Efter att hyreskontrakten har löpt ut antas hyresnivån till marknadshyran.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 3 041 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en sextondeplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdena har minskat med 5,3 procent under 2008. Resultatet över året har varit -0,63 kr/per aktie.



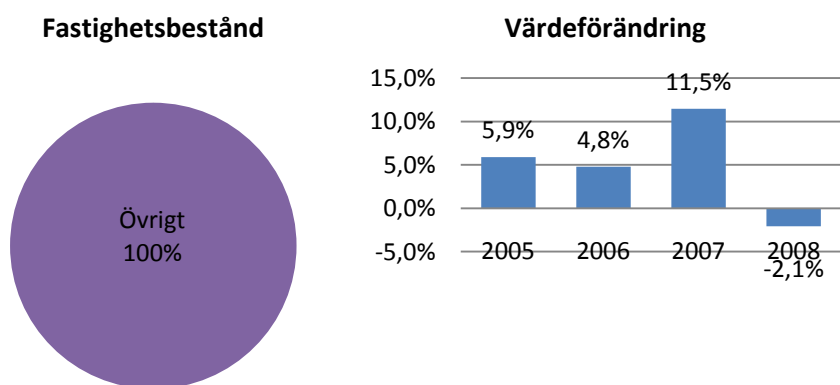
Home Properties AB

Home Properties fastighetsbestånd består av hotellfastigheter belägna i Sverige och Norge. Affärsidén är att äga och förvalta fastigheter på långsiktigt uthålliga marknader i Norden. Förvaltningen bygger på att hyresgästerna är professionella hotelloperatörer som marknadsför hotellen under starka och välkända varumärken. Totalt äger Home Properties 22 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 172 tkvm innefattande 2 800 hotellrum. Under år 2009 avnoterades Home Properties från börser.

Hyressättningen är beroende av beläggningen på hotellen vilket gör att Home Properties tillsammans med hyresgästerna arbetar tillsammans för att erbjuda bra hotell. Det skedde en avmattning på antalet uthyrda rum under slutet av 2008, trots detta så var det positiv utveckling på genomsnittlig intäkt per hotellrum. En förklaring till utvecklingen är att de stora hotellkedjorna är starka och mer professionella och medvetna om riskerna med priskrig. Beläggningen minskar under en lågkonjunktur, när det sedan sker en uppgång på marknaden ska förhoppningsvis prisnivån vara den samma.

Per bokslutsdagen har en intern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 10-årig kassaflödesvärdering som bygger på faktiska intäkter och kostnader. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 2 procent. Värdebedömningarna grundar sig uppgifter från transaktioner på liknande objekt samt prognoser på framtida betalningsströmmar. Kalkylräntan på totalt kapital är aktuell långsiktig obligationsränta med tillägg för generell risk och objektspecifik risk. För att stämma av de interna värderingarna har tidigare 20 procent av fastighetsbeståndet årligen externvärderats. Direktavkastning för fastighetsbeståndet uppgick till 6,5 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 3 129 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en femtondeplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdet har minskat med 2,1 procent under 2008. Resultatet över året har varit 6,04 kr/per aktie.



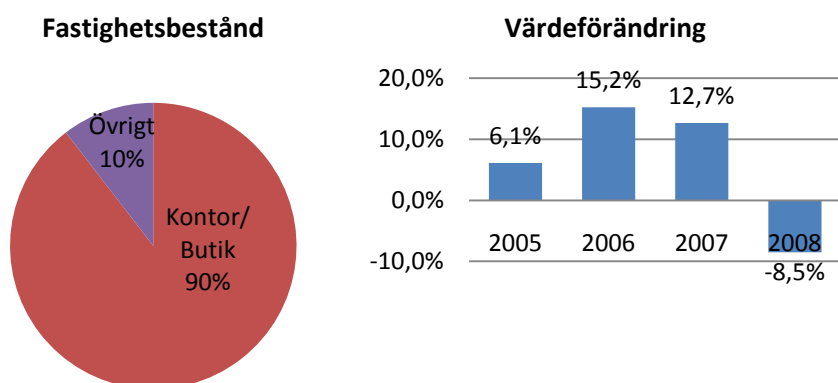
Hufvudstaden AB

Hufvudstadens fastighetsbestånd består till största delen av kommersiella fastigheter belägna i centrala Stockholm och centrala Göteborg. Affärsidén går ut på att erbjuda kvalitativa kontors- och butikslokaler för framgångsrika företag på attraktiva marknadsplatser. Totalt äger Hufvudstaden 29 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 354 tkvm.

Bolaget har en soliditet på över 50 procent och en belåningsgrad på cirka 20 procent vilket gör att nedgången på marknaden inte drabbar så hårt. Det möjliggör även långsiktigt intressanta fastighetsinvesteringar under en lågkonjunktur. En viktig konkurrensfördel när detaljhandeln minskar är fastigheternas citylägen vilket gör att vakanserna kan vara låga samt att hyresnivåerna kan vara stabila.

Per bokslutsdagen har till största delen interna värderingar utförts baserade på värdering enligt direktavkastningsmetoden, uppgifterna grundar sig på marknadsanpassade hyresintäkter med avdrag för en långsiktig vakansgrad om 5-7 procent. Avkastningskraven är baserad på information om marknadens förräntningskrav på köp och försäljning av jämförbara fastigheter i likartade lägen. De interna värderingarna har stämts av med externa värderingar på 43 procent av det totala fastighetsbeståndet under 2008. De internt utförda värderingarna ligger inom det värdeintervall som de externa värderarna har ställt upp. Hufvudstadens egna värderingar understiger de externa värderingarna med 100 miljoner kronor. Det genomsnittliga direktavkastningskravet uppgick till 5,1 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 19 083 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en fjärdeplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdet har minskat med 8,5 procent under 2008. Resultatet över året har varit -2,18 kr/per aktie.



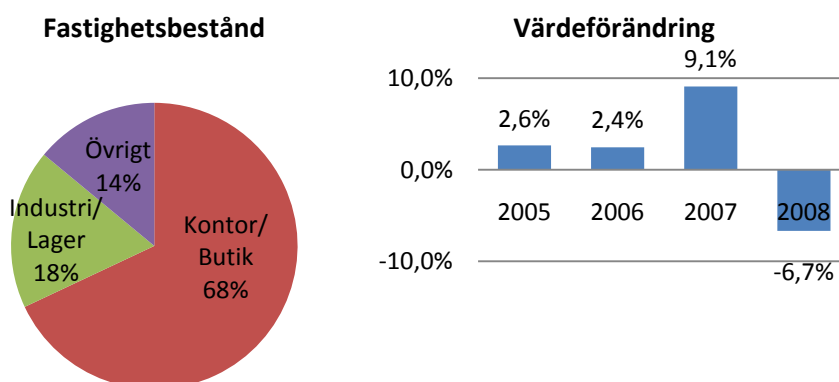
Klövern AB

Klöverns fastighetsbestånd består till största delen av kommersiella lokaler. Fastigheterna finns i Borås, Karlstad, Kista, Linköping, Norrköping, Nyköping, Täby, Uppsala, Västerås och Örebro. Affärsidén bygger på att möta kunders behov av lokaler och tjänster i svenska tillväxtregioner. Totalt äger Klöver 217 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 1382 tkvm.

Klövern satsar på att vara en stor aktör på en mindre marknad istället för att vara en liten aktör på en stor marknad. På åtta av tio orter är Klöver bland de tre största fastighetsägarna av kommersiella lokaler. De prioriterade orterna är lika avseende positiv befolkningsutveckling och att de flesta har universitet eller högskola. Den största hyresgästen är Ericsson som bland annat har sitt huvudkontor i Kista, Saab som är näst största hyresgästen är också etablerade i Kista. De tio största hyresgästerna står för 28 procent av Klöverns kontraktsvärde.

Per bokslutsdagen har till största delen interna värderingar utförts på fastighetsbeståndet baserat på en 5-årig kassaflödesvärdering som bygger på prognoser över framtida kassaflöden. Fastigheternas avkastningsnivå bedöms utifrån deras unika risk samt gjorda transaktioner på respektive ort med ortsprismetoden. Avkastningskraven styrs till stor del av den riskfria räntan och fastigheternas unika risk. Kalkylerna grundar sig på antagande om en inflation om 2 procent. För att stämma av de interna värderingarna utförs även externa värderingar, samma värderingsmetoder används. Varje fastighet värderas minst en gång om året externt. Vid utgången av 2008 var det genomsnittliga direktavkastningskravet 7,1 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 11 895 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en åttondeplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdet har minskat med 6,7 procent under 2008. Resultatet över året har varit -2,92 kr/per aktie.



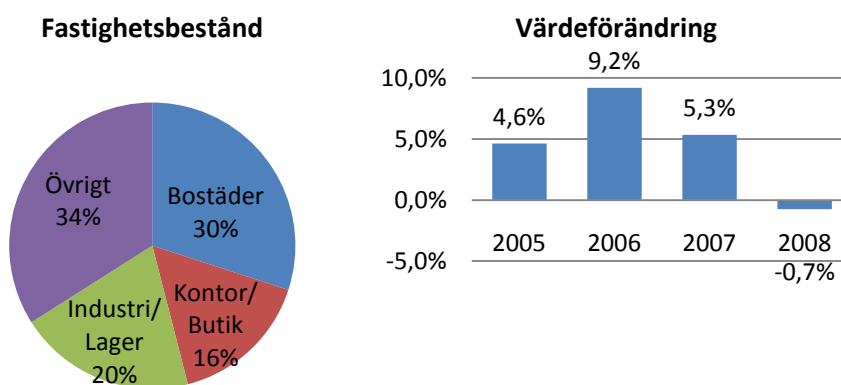
Kungsleden AB

Kungsledens fastighetsbestånd är inte fokuserat till vissa marknader och fastighetstyper. Strategin och affärsmodellen bygger på att alla förvärv och försäljningar ska genomföras utifrån målet att förbättra fastighetsportföljens riskjusterade avkastning. För att uppnå detta diversifieras fastighetsportföljen med avseende på kategori och geografiskt läge, samt genom olika hyresgäst kategorier och spridning av hyresgästavtal över tiden. De strävar efter att öka andelen fastigheter med stabila hyresgäster och långa hyresavtal. Äldreboende är den största kategorin med 28 procent av det totala fastighetsbeståndet, publika fastigheter utgör cirka halva beståndet. Genom aktiv förvaltning och förädling av fastighetsbeståndet ska göra att kunderna är nöjda. Totalt äger Kungsleden 603 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 3185 tkvm.

Under senare delen av 2008 har det blivit svårare att värdera fastigheter då det inte genomfördes så många transaktioner. Värdenedgången på kommersiella fastigheter beror främst på en försiktigare syn på tillväxt i framtida driftöverskott samt svårigheter att få finansiering efter turbulensen på den internationella kreditmarknaden.

Per bokslutsdagen har en intern värdering utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 5-årig kassaflödesvärdering som utgår från nuvarande intjäningskapacitet, samt framtida bedömningar av intäkter och utgifter. Kalkylerna grundar sig på avkastningskrav som bestäms utifrån kunskaper från transaktioner på aktuella delmarknader. De interna värderingarna har stämts av med externa värderingar på 90 procent av det totala fastighetsbeståndet. De externa värderingarna fungerar som ett referensvärde som bekräftar bokfört värde och de låg i nivå med de interna värderingarna. Genomsnittlig direktavkastning på fastighetsbeståndet var 6,5 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 28 447 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en tredjeplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdet har minskat med 0,7 procent under 2008. Resultatet över året har varit -7,00 kr/per aktie.



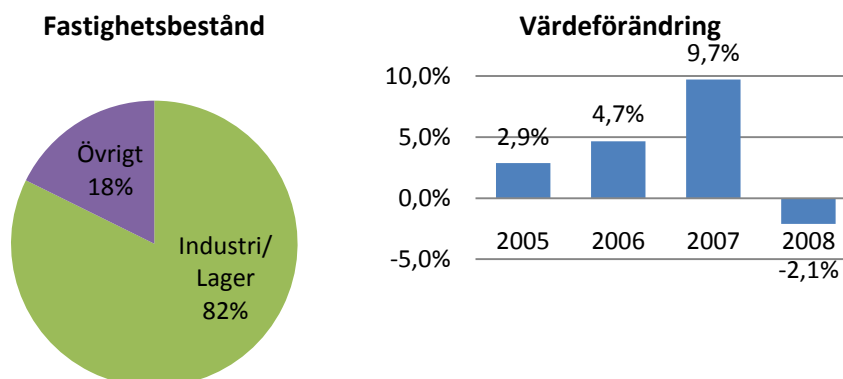
AB Sagax

Sagax fastighetsbestånd består till största delen av lager och lätt industri. Fastigheterna är främst belägna i Stockholm, Svealand, Västra Götaland, Östra Götaland och i utlandet. Totalt äger Sagax 110 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 839 tkvm. Affärsidén bygger på att investera i kommersiella lokaler. Målet är att långsiktigt generera största möjliga riskjusterade avkastning till bolagets aktieägare. Inom förvaltningen uppfylls det genom att avstå från att maximera hyresnivån om istället längre hyresavtal kan uppnås.

Verkställande direktör David Mindus belyser problemet med att få ny finansiering på kort eller medellång sikt. De större börsnoterade bolagen kommer ha konkurrensfördelar vid belåning för nyinvesteringar. Detta kan leda till konsolideringar bland de mindre börsnoterade fastighetsbolagen, sammanslagningar kan bli nödvändiga för att kunna konkurrera. Aktieägarna kommer sannolikt att ifrågasätta kostnaderna och effektiviteten för att driva ett antal mindre börsnoterade bolag.

Per bokslutsdagen har externa värderingar utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en kassaflödesvärdering som varierar med kvarvarande längd på hyresavtalen. Kalkylerna bygger på faktiska hyresintäkter fram till kontraktens slut, därefter beräknas hyresintäkterna från analys av hyresmarknaden. Kostnaderna grundas på historiska värden samt statistik på likartade fastigheter. Kalkylerna grundar sig på inflationsantagande om 2 procent. Kalkylräntan är den nominella räntan på statsobligationer med fem års löptid med tillägg för generell risk och fastighetsspecifik risk. Direktavkastningskrav för restvärdesberäkningarna har inhämtats från marknadsinformation från aktuell delmarknad. Sagax bedömer att användandet av externa värderingsföretag skapar de bästa långsiktiga förutsättningarna för rättvisande och trovärdiga bedömningar av fastigheternas värde. Genomsnittlig direktavkastning på fastigheterna är 7,6 procent.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 6 060 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en tiondeplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdet har minskat med 2,1 procent under 2008. Resultatet över året har varit -17,53 kr/per aktie.



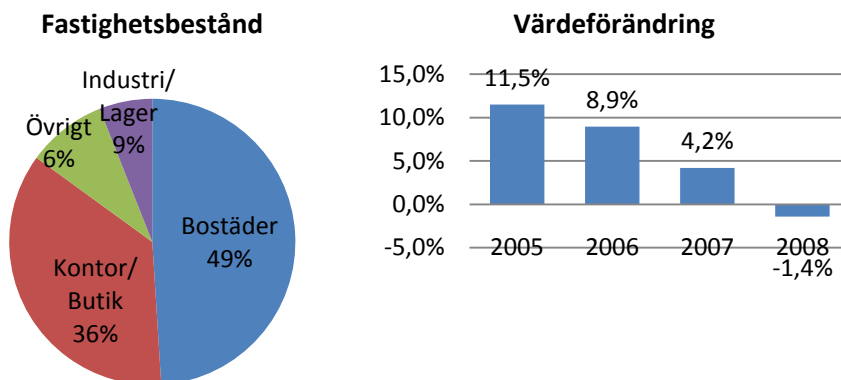
Wallenstam AB

Wallenstams fastighetsbestånd består av bostäder koncentrerat till Stockholm, Göteborg och Helsingborg samt kommersiella lokaler i Göteborgs innerstad och attraktiva företagslägen. Totalt äger Wallenstam cirka 300 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 1141 tkvm. Affärsidén är att köpa, bygga, utveckla och sälja fastigheter i utvalda storstadsregioner, på det sättet uppnås en god ekonomi för Wallenstams kunder och bolaget. Fastighetsförvaltningen är grundaffären i bolaget och ska vara effektiv och kundanpassad.

Per bokslutsdagen har interna värderingar utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på direktavkastningsmetoden. Det framräknade avkastningsvärdet jämförs sedan med prisstatistik över liknande objekt. I de fall avkastningsvärdet avviker från ortspris görs ett lägestillägg. Vid varje kvartalsbokslut analyseras värdena och justeringar görs. Värderingarna fastställs av styrelsen och granskas av revisorerna i samband med årsbokslutet. Fastigheternas genomsnittliga direktavkastning är 4,3 procent.

Med anledning av den låga transaktionsvolymen är marknadsvärdebedömningarna mer osäkra. Vid sämre konjunkturläge är fastigheternas unika förutsättningar mer avgörande för värdets storlek. Stor vikt läggs vid värde, standard och hyresintäkternas säkerhet. Wallenstams fastighetsbestånd med övervägande del bostäder och lokaler i attraktiva lägen gör att förutsättningarna är goda för snabb återhämtning.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 18 040 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en sjätteplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdet har minskat med 1,4 procent under 2008. Resultatet över året har varit 6,3 kr/per aktie.



Wihlborgs Fastigheter AB

Wihlborgs fastighetsbestånd består i huvudsak av kommersiella lokaler belägna i Öresundsregionen med Malmö som största delmarknad. Totalt äger Wihlborgs 247 fastigheter med en uthyrningsbar yta om 1257 tkvm. Affärsidén är att fokusera på väl fungerande marknadsområden i Öresundsregionen genom att äga, förvalta och utveckla kommersiella fastigheter. Målet är att bli det mest lönsamma och ledande bolaget i regionen. Det ska göras genom att koncentrera sig på utvalda delmarknader, aktivt förbättra fastighetsportföljen, förvaltning med fokus på kostnadseffektivitet och hög uthyrningsgrad samt skapa förutsättningar för långa hyresförhållanden.

Per bokslutsdagen har externa värderingar utförts på hela fastighetsbeståndet baserat på en 5-årig kassaflödesvärdering, längden på hyreskontrakten avgör om kalkylperioden blir längre. Parametrar för antagande om in- och utbetalningar, beräkning av restvärde samt för kalkylränta har marknadsanpassats. Marknadsanalys har utförts i de kommuner som huvuddelen av beståndet är beläget. Värderingarna grundar sig på underlag som lämnas från bolaget i form av fastighetspecifik och kontraktsanknuten information. Uppgifter kommer även från offentliga källor, marknadsinformation samt från genomförda besiktningar. Fastigheternas genomsnittliga direktavkastning är 6,5 procent.

Konjunkturförändringar påverkar efterfrågan på Wihlborgs kommersiella lokaler men även aktuella orters utveckling avseende sysselsättning och befolkningsutveckling. Eftersom bolaget verkar i en tillväxtregion så minskat riskerna över tiden. Enligt VD Anders Jarl råder i stort sett en balans mellan utbud och efterfrågan i regionens huvudorter. Under 2008 etablerade sig ett fyrtiotal nya verksamheter i Malmöområdet varav fyra svenska eller nordeuropeiska huvudkontor.

Fastighetsbeståndet uppgår till ett verkligt värde om 13 620 Mkr vilket värdemässigt placerar dem på en sjundeplats bland de jämförda bolagen. Fastighetsvärdet har minskat med 4,3 procent under 2008. Resultatet över året har varit -1.32 kr/per aktie.

