

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag

Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

Avdelningen för fastighetsvetenskap
Lunds Tekniska Högskola
Lunds Universitet

Mattias Eriksson

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

Copyright © Mattias Eriksson
Avdelningen för fastighetsvetenskap, LTH, Lunds Universitet
Box 118
211 00 Lund
Sverige

ISRN/LUTVDG/TVLM 09/5191 SE

SAMMANFATTNING

- Titel:** Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier
- Författare:** Mattias Eriksson
- Handledare:** Ingemar Bengtsson, universitetslektor i fastighetsvetenskap
- Problemställning:** Börsens värdering av fastighetsbolagen motsvarar normalt inte substansvärdet. Sedan 2005 redovisar samtliga börsnoterade fastighetsbolag, i enlighet med IAS 40, sina anläggnings-tillgångar till verklig värde, vilket borde underlätta värderingen av fastighetsaktier. Men har aktiemarknadens aktörer egentligen någon nytta av att beräkna substansvärdet eller att fastigheter redovisas till verkligt värde?
- Syfte:** Uppsatsens syfte är att utreda relationen mellan börsvärde och substansvärde för börsnoterade fastighetsbolag och vilken nytta aktieinvestorer har av att beräkna och följa aktiernas substansvärdeutveckling.
- Metod:** En kvalitativ litteraturstudie om substansvärdet som begrepp och metod kombinerat med en kvantitativ beräkningsstudie över fastighetsbolagens substansvärdeutveckling.
- Slutsatser:** Uppsatsen visar hur schabloniserad substansvärdeberäkning praktiskt kan användas för att följa substansvärdeutvecklingen och substansrabatten för börsnoterade fastighetsbolag. Vidare visas hur substansvärdet och substansrabatten har utvecklats för börsens fem största fastighetsbolag från slutet av 2004 till andra kvartalet 2009. De flesta bolagen har under perioden gått från att handlas till premie till att åter handlas med rabatt.
- En viss rabatt är normalt motiverat pga. dubbelbeskattningen och merkostnad för central administration. Premie kan också vara motiverad, t.ex. om företaget presterar en överavkastning jämfört med vad som är normalt vid direktinvesteringar i fastigheter. Uppsatsen visar att fastighetsvärdering kan vara ett alternativ eller ett komplement till kassaflödesvärdering på koncernnivå vid värdering av fastighetsaktier.
- Nyckelord:** Substansvärdering, fastighetsvärdering, extern räkenskapsanalys

ABSTRACT

Title: Net asset valuation of publicly traded real estate companies - the benefit of property valuation in the valuation of property shares.

Author: Mattias Eriksson

Supervisor: Ingemar Bengtsson, Senior Lecturer in Real Estate Management

Problem: The Stock Exchange's valuation of traded real estate companies does not correspond to the net asset value. Since 2005, all listed real estate companies (in accordance with IAS 40) report their assets at fair value, which should facilitate the valuation of property shares. But do the stock market players really gain an advantage by calculating the net asset value or by having the properties reported at fair value?

Purpose: This essay aims to investigate the relationship between the market capitalization and the net asset value of listed real estate companies. Furthermore this essay investigates the possible benefits that share investors may have from monitoring the development of share's net asset value.

Methodology: A qualitative literature study on the concept of net asset valuation combined with a quantitative assessment study on the development of listed real estate companies' net asset value.

Conclusions: The essay shows how simple net asset value calculations can be conveniently used to monitor the NAV and the discount to NAV development for listed real estate companies. The essay shows how the NAV and the discount to NAV has developed for the five largest real estate companies on the Swedish stock market from late 2004 until the second quarter of 2009. Most companies have during this period gone from being traded at premium to being traded at discount.

A certain discount to NAV is normally justified due to the double taxation and the extra cost for central administration. Premiums can also be justified if the company performs over-yield compared to what is normal for direct property investments. The essay shows that property valuation can be an alternative or a supplement to cash flow valuation on the company level in the valuation of property shares.

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

Keywords: Net asset valuation, property valuation, external financial analysis

Förord

Till Miriam för allt stöd.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING.....	9
1.1	Bakgrund.....	9
1.2	Syfte och frågeställningar	9
1.3	Metod	9
1.3.1	Felkällor och källkritik.....	10
2	TEORI.....	11
2.1	Fastighetsvärdering	11
2.1.1	Begrepp och definitioner.....	11
2.1.2	Värderingsmetoder.....	14
2.2	Extern räkenskapsanalys	15
2.2.1	Begrepp och definitioner.....	16
2.2.2	Justering av resultaträkningen.....	21
2.2.3	Justering av balansräkningen	23
2.3	Företagsvärdering.....	24
2.3.1	Begrepp och definitioner.....	25
2.4	Aktievärdering	26
2.4.1	Värderingsmetoder.....	26
2.4.2	Aktierelaterade nyckeltal	28
2.4.3	Utspädningseffekter vid resultatberäkning per aktie.....	29
2.5	Substansvärdering	32
2.5.1	Bakgrund.....	32
2.5.2	Definitioner av substansvärdebegreppet	32
2.5.3	Substansrabatt eller premie för börsnoterade fastighetsaktier.....	34
2.5.4	Varför substansvärdet avviker ifrån börsvärdet	36
2.5.5	Substansvärdeberäkning enligt ekonomisk teori.....	37
2.5.6	Substansvärdeberäkning i praktiken	38
2.5.7	Förslag till metod för schabloniserad substansvärdeberäkning.....	41
3	EMPIRI	42
3.1	Atrium-Ljungberg	42
3.2	Castellum	43
3.3	Fabege	44
3.4	Hufvudstaden	45
3.5	Kungsleden	46
4	RESULTAT	47
4.1	Hur beräknas substansvärdet för börsnoterade fastighetsbolag	47
4.2	Hur stor är substansrabatten för de börsnoterade fastighetsbolagen	47
4.3	När är substansrabatt motiverat för börsnoterade fastighetsbolag	48
4.4	Fyller fastighetsvärdering någon funktion vid värdering av fastighetsaktier....	48
5	DISKUSSION.....	49
5.1	Reflektioner kring substansvärdering som analysmetod vid värdering av fastighetsaktier	49
5.2	Förslag på ny forskning.....	50
6	LITTERATURLISTA.....	51
7	APPENDIX.....	53

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

7.1 Substansvärdering utifrån balansräkning	53
7.2 Beräkning av substansvärden.....	54
7.2.1 Atrium Ljungberg	54
7.2.2 Castellum	55
7.2.3 Fabege	56
7.2.4 Hufvudstaden	58
7.2.5 Kungsleden	59

1 INLEDNING

1.1 Bakgrund

Fastighetsbolagens börsvärde motsvarar normalt inte substansvärdet av företagets tillgångar. Aktiemarknaden gör därmed implicit en annan värdering av bolagens fastigheter än den som görs på fastighetsmarknaden. Det finns flera förklaringar till varför börsen över tid antingen under- eller övervärderar fastighetsaktier i förhållande till företagets substansvärde. Eftersom börsvärdet på lång sikt inte omotiverat kan avvika från substansvärdet, är substansvärdering en naturlig delanalys vid värdering av fastighetsaktier.

Denna uppsats handlar om substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag och hur extern företagsanalys kan användas vid värdering av fastighetsaktier. Efter införandet av IFRS redovisningsregler 2005 (IAS 40, Investment Property) har samtliga börsnoterade fastighetsbolag valt att redovisa sina fastigheter till verklig värde istället för till bokfört värde. Detta borde underlätta analysen av fastighetsbolag och värderingen av fastighetsaktier. Frågan är dock vilken betydelse substansvärdet i praktiken har för prisbildningen på aktiemarknaden. Om aktiekurser till synes saknar fast relation till substansvärden, finns det då något värde i att följa substansvärdeutvecklingen för de börsnoterade fastighetsbolagen?

1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsens syfte är att utreda relationen mellan börsvärde och substansvärde för börsnoterade fastighetsbolag och vilken nytta aktieinvestorer har av att beräkna och följa aktiernas substansvärdeutveckling. Syftet avgränsas och konkretiseras med följande frågeställningar:

- Hur beräknas substansvärdet för börsnoterade fastighetsbolag?
- Hur stor är substansrabatten för de börsnoterade fastighetsbolagen?
- När är substansrabatt motiverat för börsnoterade fastighetsbolag?
- Fyller fastighetsvärdering någon funktion vid värdering av fastighetsaktier?

Studien omfattar de fem största börsnoterade fastighetsbolagen på Stockholmsbörsen under perioden 2005 till 2009. Det vill säga efter införandet av IFRS redovisningsregler IAS 40 Investment Property.

1.3 Metod

Den första delen av detta examensarbete är en kvalitativ litteraturstudie om substansvärde som begrepp och substansvärdering som metod. Studien sträcker sig över ämnesområdena fastighetsvärdering, företagsvärdering, aktievärdering, extern företagsanalys och bokföring. Ekonomisk litteratur, analysartiklar, examensarbeten och årsredovisningar har studerats för att kartlägga hur fastighetsmarknaden och den finansiella marknaden använder substansvärdet som begrepp och metod vid värdering

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

av fastighetsaktier. Litteraturstudien används för att bygga upp en teoretisk referensram som svarar mot examensarbetets syfte och frågeställningar, samt för att finna en lämplig metod för beräkning av substansvärden för börsnoterade fastighetsbolag.

Den andra delen av detta examensarbete är en kvantitativ empirisk beräkningsstudie där substansvärdet för fem börsnoterade fastighetsbolag beräknas. Metoden för beräkningen följer av litteraturstudien och innebär i korthet att extern räkningsanalys används för att kvantifiera de studerade fastighetsbolagens substansvärdeutveckling.

Litteraturstudien omfattar främst svensk ekonomisk litteratur inom ämnesområdena fastighetsvärdering, företagsvärdering, aktievärdering, extern företagsanalys och bokföring. Vidare används myndigheters och branschorganisationers rekommendationer inom respektive ämnesområde. Studien omfattar också fastighetsbolagens årsrapporter, samt analysartiklar och examensarbeten inom ämnesområdet substansvärdering. Litteraturen har sökts fram med hjälp av olika databaser som LIBRIS, ELIN, Lovisa och uppsatser.se. Källförteckningar i studerad litteratur har också varit till stor hjälp. Ingen medveten avgränsning har gjorts till svensk litteratur, men under arbetets gång har inget större behov uppstått av utländsk litteratur av två anledningar; den första är att ämnet har belysts väl nog av den svenska litteraturen. För det andra är studien avgränsad till att omfatta fastighetsbolag noterade på Stockholmsbörsen. Dessa företag redovisar i enlighet med svensk lagstiftning och praxis (vilken i och för sig delvis innehåller internationella regler), vilket innebär att förhållanden och förutsättningar bäst speglas av svensk litteratur.

Beräkningsstudien omfattar de fem största fastighetsbolagen av totalt arton noterade på Stockholmsbörsen under studieperioden 2005 till 2009, dvs. efter införandet av IFRS redovisningsregler IAS 40. Beräkningsstudien utgår ifrån företagens offentligt tillgängliga årsredovisningar och kvartalsrapporter under denna tidsperiod. Motivet till denna avgränsning är att urvalet bedöms tillräckligt representativt för att uppfylla examensarbetets syfte och besvara uppställda frågeställningar. Tillsammans utgör de fem bolagen två tredjedelar av fastighetsbolagens sammanlagda börsvärde och står samtidigt för över 90 procent av fastighetsaktiernas totala omsättning. Avgränsningen i tid beror på att företagen först från 2005 redovisar fastigheter till verkligt värde vilket är en förutsättning för den typ av substansvärdering som examensarbetet avser.

1.3.1 Felkällor och källkritik

Litteraturen som använts i studien bedöms som relevant och tillförlitlig för ändamålet. De bygger i stor utsträckning på vedertagna ekonomiska teorier och/eller utgör själva riktlinjer och rekommendationer inom respektive ämnesområde. Tänkbara felkällor vid beräkningsstudien kan hänföras till skillnader i företagens värderings- och redovisningsprinciper. Dessa felkällor torde dock inte väsentligt överstiga den felmarginal som är följer av själva beräkningsmetoden.

2 TEORI

2.1 Fastighetsvärdering

Vid fastighetsvärdering används tre huvudmetoder; *ortsprismetoden*, *nuvärdesmetoden* och *produktionskostnadsmetoden*. Ortsprismetoden bygger på prisstatistik från genomförda transaktioner på fastighetsmarknaden. Nuvärdesmetoden är en beräkningsmetod som utgår ifrån fastighetens förväntade avkastning. Produktionskostnadsmetoden används främst när de två andra metoderna inte är tillämpbara. Värdet av fastigheten härledas då ifrån kostnaden för att återanskaffa den egendom som ska värderas. Värdet av byggnader blir då kostnaden för nyuppförandet minus värdeminskning pga. ålder och bruk. Till detta läggs värdet av marken.

Vid värdering av kommersiella fastigheter (avkastningsbärande fastigheter) används oftast nuvärdesmetoden. Denna kompletteras dock normalt med ortsprismetoden eftersom marknadens avkastningskrav lättast kan härledas med hjälp av prisstatistik från orten.

Värderingsteoretiskt finns två värdebegrepp som utgör grunden för fastighetsvärdering; *avkastningsvärdet* och *marknadsvärdet*. Avkastningsvärdet är individuellt och knutet till innehavssituationen. En ägare bedömer värdet av en kommersiell fastighet utifrån den framtida avkastning som fastigheten kan generera. Skillnaden mellan olika ägare är att de har olika avkastningskrav och olika förutsättningar att förränta investeringen. Marknadsvärdet är knutet till överlåtelsesituationen och beror istället på övriga potentiella ägares betalningsvilja. Därför är det viktigt att känna till både det individuella avkastningsvärdet och det sannolika priset på marknaden; marknadsvärdet. (Lantmäteriverket, 2006)

2.1.1 Begrepp och definitioner

Marknadsvärdet

Marknadsvärdesbegreppet ändras över tiden och definieras något olika av olika aktörer. I princip råder dock konsensus om begreppets innebörd även om formuleringarna skiljer sig något. Nedan följer exempel på olika definitioner av marknadsvärdet:

”Marknadsvärdet är det mest sannolika priset vid en försäljning av fastigheten vid en viss angiven tidpunkt under normala förhållanden på en fri och öppen marknad, med tillräcklig marknadsföringstid, utan partsrelationer och utan tvång” (Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet, 2006 s. 6)

”Mest sannolikt pris för en fastighet vid en viss angiven värdetidpunkt på en fri och öppen marknad.” (SFI, 2007 s. 8)

Verkligt värde

I redovisningssammanhang förekommer ofta begreppet verkligt värde (fair value), som i princip överensstämmer med definitionen av marknadsvärdet. Enligt Redovisningsrådets rekommendationer definieras det verkliga värdet på följande vis:

”Verkligt värde är det belopp till vilket en tillgång eller en skuld skulle kunna överlåtas mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs.” (RR 24, 2002)

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

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

Ovanstående definitioner visar att marknadsvärdet i stort överensstämmer med begreppet verkligt värde, men inte nödvändigtvis med priset. Marknadsvärdet är det pris som sannolikt kommer att erhållas vid en försäljning. Priset är resultatet av en faktisk händelse och kan mycket väl avvika från vad som förväntas på marknaden. Slumpen gör att prisbildningen på marknaden är normalfördelad. Priset kan variera beroende på omständigheter vid försäljningstillfället och blir därför ibland högre och ibland lägre än marknadsvärdet.

Avkastningsvärde

Avkastningsvärdet definieras som nuvärdet av det förväntade framtida nettoöverskottet. De individuella avkastningsvärdena är grunden för prisbildningen på fastighetsmarknaden. En säljare motiveras att sälja sin fastighet när marknadsvärdet överstiger hans individuella avkastningsvärde. Det finns då potentiella köpare som åsätter fastigheten ett högre avkastningsvärde än säljaren. Detta kan t.ex. bero på att köparen ser en outnyttjad potential i fastigheten eller att han har ett lägre avkastningskrav. (Lantmäteriverket, 2006 s. 8)

Ett avkastningsvärde bygger alltså på individuella förutsättningar och antaganden. Marknadsvärdet bygger i sin tur på marknadsaktörernas individuella avkastningsvärden. Priset är utfallet av de transaktioner som faktiskt äger rum på fastighetsmarknaden. Marknadsvärdet kan därför antingen erhållas genom försäljningsstatistik eller genom marknadssimuleringar där sannolika individuella avkastningsvärden beräknas.

Kalkylräntan

Kalkylräntan är en starkt avgörande faktor för utfallet av en fastighetsvärdering. Vid marknadsvärdering kan i princip marknadens avkastningskrav användas om detta är känt genom tillförlitligt ortsprismaterial. Så är dock ofta inte fallet och en mer praktisk och teoretiskt grundad metod är att den nominella kalkylräntan på totalt

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

fastighetskapital skattas utifrån en långsiktig obligationsränta med tillägg för fastighetsrelaterad risk. Vid individuell avkastningsberäkning kan kalkylräntan istället sättas utifrån de individuella förutsättningarna gällande förräntningskrav och kapitalkostnad.

Svenskt fastighetsindex (SFI) rekommenderar att den nominella räntan på andrahandsmarknaden för statliga obligationer används vid värdering av fastigheter. Löptiden ska då motsvara kalkylperiodens längd. För risktillägget föreslås dels ett generellt tillägg för fastigheter och dels ett objektsspecifikt tillägg. Risktilläggets nivå får bedömas med hänsyn till den ekonomiska basen på orten, fastighetens marknadsposition, kontraktslängder och typ av hyresgäster. Olika kalkylräntor vid olika kontrakt och kontraktstider kan därför behöva användas i kassaflödeskalkylen.

Driftnettot

Driftnettot beräknas på årsbasis och är hyresintäkter minus fastighetens drift- och underhållskostnader, fastighetsskatt och tomträttsavgäld. Driftnettot ska täcka räntor och amorteringar och ge förräntning på eget kapital. Till drift- och underhållskostnader för fastigheter hänförs ibland vissa gemensamma kostnader för företagets administration. Centrala kostnader i företaget som kan hänföras till portföljförvaltning ska normalt inte inräknas i fastigheternas drift- och underhållskostnader.

Svenskts fastighetsindex definition av driftnettot:

”Driftnettot för fastigheten utgörs av det årliga överskott som återstår sedan utbetalningar för drift- och underhåll inklusive fastighetsskatt och tomträttsavgäld dragits från bruttoinbetalningarna. I driftnettot inräknas inte netto av annan verksamhet som fastighetsägaren bedriver i fastigheten, t ex drift av kontorshotell eller av annan verksamhetsservice som erbjuder hyresgäster. Betalningar som investeringar, stämpelskatt och räntebidrag bör inte inräknas i driftnettot vid värdering. Vid beräkning av avkastningen enligt fastighetsindex ingår dock räntebidraget i direktavkastningen.” (SFI, 2007 s. 30)

Finansinspektionen definierar driftnettot som:

”Med driftsnetto avser Finansinspektionen hyresintäkter minus driftskostnader enligt redovisningen för perioden. I driftskostnaderna ingår redovisade kostnader för fastighetsförvaltningen inklusive underhåll, hyresgästanpassningar, tomträttsavgäld och fastighetsskatt. Däremot ingår inte räntekostnader eller andra finansiella kostnader, avskrivningar eller central administration. Räntebidrag ska inte inräknas i driftnettot utan ses som en räntesubvention. Det är således det justerade driftnettot med hänsyn till köpta och sålda fastigheter som läggs till grund för beräkning av direktavkastningen.” (FI, 2008)

Enligt SFI är finansinspektionens definition att betrakta som justerat driftsnetto med hänsyn till köpta och sålda fastigheter. Det är alltså inte det mått som ska läggas till grund för direktavkastningsberäkningen. Även finansanalytikerna har en egen definition i begreppet *driftsöverskott*, vilket är hyresintäkter minus driftskostnader enligt redovisningen. Detta är dock att betrakta som synonymt med driftnettot.

Direktavkastning

Grunddefinitionen för direktavkastning är driftnettot delat på marknadsvärdet. Trots den enkla definitionen förekommer dock en del skillnader i praxis. Detta gör att det finns risk för missstolkningar om nyckeltal från olika källor jämförs. Det är därför viktigt att kontrollera hur nyckeltalen har beräknats. Marknadens direktavkastningskrav för fastigheter kan härledas ur ortsprismaterial genom att driftnettot delas med marknadsvärdet. (Omvänt kan också restvärdet vid en kassaflödeskalkyl skattas genom att det förväntade driftnettot för året efter sista kalkylåret delas med marknadens direktavkastningskrav). Marknadens direktavkastningskrav ska justeras för fastighetens geografiska läge och livscykelålder, samt förväntad marknadsutveckling och en i kalkylen antagen långsiktig vakansgrad.

Finansinspektionen definierar direktavkastning som:

”Direktavkastning ska beräknas som driftsnetto för fastigheter ägda vid räkenskapsårets utgång i procent av dessa fastigheters verkliga värde på balansdagen. Vid beräkning ska den tid som fastigheten ägts under året beaktas. Fastigheter som under räkenskapsåret inte genererat någon avkastning på grund av att de är obebyggda, är under uppförande eller under genomgripande ombyggnad, får uteslutas från beräkningen av direktavkastning.”

Sveriges finansanalytikers definition av direktavkastning liknar Finansinspektionens. Direktavkastningen definieras dock som driftöverskottet (driftnettot) i procent av fastigheternas genomsnittliga bokförda värde, istället för värdet i slutet av året. (SFI, 2007 s. 30)

Totalavkastning

Totalavkastningen beräknas genom att de två delkomponenterna, direktavkastning och fastigheternas värdeförändring summeras.

2.1.2 Värderingsmetoder

Ortsprismetoden

Ortsprismetoden innebär att marknadsvärdet bedöms med ledning av tidigare genomförda försäljningar på orten. Skillnaden mellan det studerade objektet och referensobjekten kräver normalt att en normering genomförs med hänseende till de värdepåverkande faktorerna, t.ex. driftnetto, hyra, uthyrbar area, markareal, eller byggrätt. Även taxeringsvärdet kan användas för normering av objekt med avvikande egenskaper. Att relatera priser till driftnetton kallas nettokapitaliseringsmetod alt. direktavkastningskalkyl. (SFI, 2007 s. 15)

Nuvärdesmetoden

Nuvärdesmetoden (alt. kassaflödeskalkyl, cash-flow, eller avkastningsmetod) är en beräkningsmetod som bygger på prognoser över de förväntade betalningsströmmarna under en avgränsad kalkylperiod. Fastighetens driftnetto nuvärdesberäknas tillsammans med ett restvärde vid kalkylperiodens slut. Följande formel kan användas vid beräkning av marknadsvärdet:

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{(H - D - U - F - T + RB - I)_t}{(1 + p)^t} + \frac{R_n}{(1 + p)^n}$$

V = Nuvärde
H = Hyra
D = Drift
U = Underhåll
F = Fastighetsskatt
T = Tomträttsavgäld
(RB= Räntebidrag, nuvärdet föreslås i denna handledning beräknas särskilt)
I = Investeringar i fastigheten
R = Restvärde
t = Tidsvariabel
n = Kalkylperiod
p = Kalkylränta på totalt kapital

Figur 1 - Exempel på formel för nuvärdesberäkning (SFI, 2007)

Kalkylen baseras på befintliga hyresavtal och en bedömning av marknadsmässig hyra, vakansgrad, drift- och underhållskostnad utifrån en tänkt sannolik köpare. Kalkylränta och restvärde ska också vara marknadsanpassade, vilket innebär att ortsprismaterial kan vara nödvändigt som stöd för beräkningen. (SFI, 2007 s. 16)

2.2 Extern räkenskapsanalys

Med extern räkenskapsanalys menas analys av offentlig finansiell information, såsom årsredovisningar, årsbokslut och delårsrapporter i syfte att bestämma ett företags ekonomiska ställning (lönsamhet, soliditet, likviditet och kassaflöde). För en aktieägare kan det vara ett beslutsunderlag för att bestämma huruvida han ska köpa, sälja eller behålla aktier i ett företag. På lång sikt (5-10 år) är kursen för ett börsnoterat bolag i princip beroende av den utdelning som ges på aktierna. Utdelningen är i sin tur beroende av företagets lönsamhet. På kort sikt är ett företags ekonomiska ställning av mindre vikt. Beslut om kortsiktiga investeringar kan istället göras med ledning av börsp psykologiska och/eller börstekniska förhållanden. (Hansson, 2006 s. 13)

Extern räkenskapsanalys ger ett ögonblicksmått av företagets ekonomiska ställning. Resultatet av analysen kan sedan utgöra underlag för prognostisering, vilken i sin tur kan användas som värderingsunderlag. Analysen sker i följande steg:

- Fastställ syftet (första steget vid all analys)
- Granska källor (materialets äkthet, fullständighet och aktualitet)
- Justera balansräkning och resultaträkning (eliminera jämförelsestörande poster)

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

- Analysera (tolka justerat siffermaterial: t.ex. lönsamhet, soliditet, likviditet och kassaflöde)
- Dra slutsats (precisera slutsatser)

Räkenskapsanalysen utgår normalt ifrån företagens balans- och resultaträkningar vilka presenteras i års- och delårsrapporter. För att kunna analysera och dra rätt slutsatser av det publicerade materialet krävs därför kunskap om grundläggande bokförings- och redovisningsprinciper. Värdering av företag och företagsaktier bygger i sin tur på den information som härleds ur företagens balans- och resultaträkningar.

2.2.1 Begrepp och definitioner

I det här avsnittet beskrivs balans- och resultaträkningens uppställning och poster. Det är årsredovisningslagen som är utgångspunkt för balansräkningens uppställning. Föreningen Auktoriserade Revisorers tolkning och tillämpning av lagen har blivit normgivande för hur svenska företag utformar uppställningen i sina redovisningar.

Balansräkning	
<p>TILLGÅNGAR</p> <p>Anläggningstillgångar</p> <p><i>Materiella</i></p> <p>Byggnader o mark</p> <p>Maskiner o inventarier</p> <p><i>Immateriella</i></p> <p>FoU</p> <p>Goodwill</p> <p><i>Finansiella</i></p> <p>Andelar i koncernföretag</p> <p>Värdepapper</p> <p>Omsättningstillgångar</p> <p><i>Varulager</i></p> <p>Råvaror</p> <p>Färdiga varor</p> <p>Pågående arbete</p> <p><i>Kortfristiga fordringar</i></p> <p>Kundfordringar</p> <p>Interimsposter</p> <p><i>Kortfristiga placeringar</i></p> <p>Värdepapper</p> <p><i>Kassa och bank</i></p>	<p>EGET KAPITAL OCH SKULDER</p> <p>Eget Kapital</p> <p><i>Bundet eget kapital</i></p> <p>Aktiekapital</p> <p>Reservfond</p> <p><i>Fritt eget kapital</i></p> <p>Balanserat resultat</p> <p>Årets resultat</p> <p>Obeskattade reserver</p> <p>Avsättningar</p> <p>Pensioner</p> <p>Långfristiga skulder</p> <p>Lån</p> <p>Checkräkningskredit</p> <p>Kortfristiga skulder</p> <p>Leverantörsskulder</p> <p>Skatteskulder</p> <p>Interimsposter</p>

Figur 2 – Exempel på uppställning av balansräkning (Hansson, 2006 s. 34)

Anläggningstillgångar

Med anläggningstillgång menas en tillgång som är avsedd för stadigvarande bruk eller innehav i verksamheten. Det är syftet som är avgörande, inte tillgångens natur. T.ex. kan ett värdepapper klassas som anläggningstillgång om det är avsett för långvarigt innehav. Andra exempel är fastigheter eller maskiner. Som regel innebär långsiktigt bruk/innehav minst ett år. Grundregeln är att anläggningstillgångar tas upp till anskaffningsvärde varpå avskrivningar görs successivt till dess att tillgången är förbrukad. Man skiljer på tre huvudtyper:

Materiella anläggningstillgångar som fastigheter, maskiner och inventarier tas i balansräkningen upp till anskaffningsvärden (i likhet med de immateriella) efter avdrag för beräknad värdeminskning (ackumulerad planerlig avskrivning). För tillgångar som inte har begränsad livslängd, såsom mark, görs inga avskrivningar. Historiskt har särskilt fastigheters bokförda värden vida understigit marknadsvärdet eftersom tillgångens värde stigit över tiden samtidigt som man gjort avskrivningar enligt plan. Man har då vid extern räkenskapsanalys varit tvungen att på egen hand bedöma fastighetens marknadsvärde eller få ett expertutlåtande. (Hansson, 2006 s. 39)

Börsnoterade fastighetsbolag som sedan 2005 redovisar enligt IFRS redovisningsregler får välja mellan att redovisa fastigheter till bokfört eller verkligt värde. Detta har resulterat i att samtliga företag valt att redovisa marknadsvärdet. Eftersom värderingen måste ske enligt särskilda föreskrifter torde behovet av att justera fastigheternas bokförda värde därmed vara begränsat eller obefintligt.

Immateriella anläggningstillgångar är inte av fysisk natur. Deras värde och livslängd kan vara svåra att skatta. T.ex. kan utgifter för forsknings- och produktutveckling "balanseras" och tas upp som tillgång i balansräkningen. En sådan tillgång kan inte realiserar och bör därför elimineras vid räkenskapsanalys. (Hansson, 2006 s. 35)

Goodwill är ett annat exempel på en immateriell tillgång som kan uppstå på två sätt. Det första (goodwill vid rörelseförvärv) är när ett företags tillgångar köps samtidigt som dess skulder övertas. Om köpeskillingen då överstiger det egna kapitalet (tillgångarna - skulderna) kallas detta övervärde/affärsvärde för goodwill, ibland även benämnt som humankapital eller strukturkapital. Denna goodwill får tas upp som anläggningstillgång och ska sedan normalt skrivas av under en femårsperiod. För börsnoterade företag som följer IFRS redovisningsregler är det förbjudet att göra avskrivningar på uppkommen goodwill. Nedskrivningar får endast göras om värderingen av bokförd goodwill inte anses vara rimlig. (Hansson, 2006 s. 37)

Koncerngoodwill uppstår när ett företags aktier förvärvas och företaget blir ett dotterbolag till det förvärvande bolaget. Balansräkningens tillgångar och skulder i det förvärvade bolaget ska då marknadsvärderas. Om förändringen av det egna kapitalet (marknadsvärdet - bokfört värde) understiger differensen mellan köpeskillning och bokfört eget kapital har en koncerngoodwill uppstått. I koncernbalansen är koncerngoodwill differensen mellan moderbolagets bokförda värde av aktier i dotterbolaget och det egna kapitalet i dotterbolaget. Avskrivningar på

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

koncerngoodwill är inte skattemässigt avdragsgill. Ofta visar större bolag med stora goodwillvärden rörelseresultat innan goodwillavskrivning. Det visar hur mycket bättre rörelseresultatet skulle ha varit om den inte belastats av goodwillavskrivningar. (Hansson, 2006 s. 38)

Finansiella anläggningstillgångar är t.ex. långsiktiga innehav av aktier i dotter- och intressebolag. Hit hör även vissa fordringar till sådant bolag om de är av långsiktig karaktär. Huvudregeln för dessa är att de tas upp till anskaffningsvärde och endast skrivs ned om en bestående värdeminskning inträffar. Börsnoterade aktier i övriga bolag, optioner och räntebärande papper får värderas till verkligt värde. Enligt IFRS ska börsnoterade bolag i koncernredovisningen redovisa finansiella anläggningstillgångar till marknadsvärde. (Hansson, 2006 s. 41)

Omsättningstillgångar

Årsredovisningslagen (4 kap 1 §) definierar en omsättningstillgång som ”annan” tillgång än anläggningstillgång. I praktiken anses alla tillgångar vara omsättningstillgångar om de förväntas förbrukas eller omsättas till likvida medel inom ett år. Vid värdering av dessa tillgångar används ”lägsta värdets princip”. Man tillämpar då försiktighetsprincipen genom att använda det värde som är lägst av anskaffningsvärdet och det verkliga värdet på bokslutsdagen. Det verkliga värdet är här nettoförsäljningsvärdet (försäljningsvärdet minus försäljningskostnader). Årsredovisningslagen anger fyra kategorier av omsättningstillgångar: varulager, kortsiktiga fordringar, kortsiktiga placeringar samt kassa och bank. Dessa kategorier har olika egenskaper vilket medför att de värderas och justeras på något olika sätt. (Hansson, 2006 s. 42)

Eget kapital

Eget kapital är definierat som företagets tillgångar minus dess skulder och kräver därför ingen djupare granskning vid extern företagsanalys. Det motsvarar ägarnas insatser i bolaget plus det ackumulerade resultat som uppstått över åren. Fritt eget kapital skiljs från bundet eget kapital som i aktiebolag utgörs av aktiekapital, reservfond och uppskrivningsfond. Vid analys av koncerner räknas även en del av de obeskattade reserverna till posten eget kapital eftersom den vid beskattning skulle tillfalla aktieägarna. (Hansson, 2006 s. 49)

Obeskattade reserver

Obeskattade reserver utgörs av vinster som ännu inte har beskattats. De uppstår då man i resultaträkningen gör s.k. bokslutsdepositioner. Detta styrs av inkomstskattelagen och kan vara en betydande beståndsdel i företagets finansiering. I koncernredovisning ska obeskattade reserver fördelas på uppskjuten skatteskuld (latent skatteskuld) och bundet eget kapital. (Hansson, 2006 s. 49)

Överavskrivning är nedskrivning av tillgångars värde som går utöver de planliga avskrivningar som görs för att justera anskaffningsvärdet för ålder och nyttjande. Detta är tillåtet enligt årsredovisningslagen och resulterar i att balansräkningarna innehåller undervärderade tillgångar (främst maskiner och inventarier). Anledningen

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

till att man skriver ned tillgångars värde mer än den reella värdeminskningen är att det i viss mån är avdragsgillt. (Hansson, 2006 s. 49)

Större företag redovisar anläggningstillgångarnas värde efter avdrag för ackumulerade planenliga avskrivningar på balansräkningens tillgångssida. På skuldsidan redovisas den ackumulerade överavskrivningen (anläggningsreserven). Genom att på detta sätt även ta med den obeskattade reserven blir inte redovisningen missvisande. (Hansson, 2006 s. 50)

Periodiseringsfond är ett sätt att skjuta upp beskattning på vinst. Aktiebolag får avsätta max 25 procent av årets vinst (resultat före skatt) till periodiseringsfond exklusive eventuella skattefria intäkter och med tillägg för icke avdragsgilla kostnader. De obeskattade reserverna i periodiseringsfonderna måste återföras inom sex år. Ett företag kan därför ha högst sex periodiseringsfonder samtidigt. Genom att återföra en vinst under år med förlust kan resultaten utjämnas och skattekostnaden minskas. I analys av aktiebolag kan 26,3 procent av eventuell periodiseringsfond ses som uppskjuten skatteskuld och 73,7 procent som beskattat eget kapital. (Hansson, 2006 s. 50)

Avsättningar

Under rubriken avsättningar uppförs betalningsförpliktelser som till storlek och utbetalningstidpunkt är osäkra. Pensionsförpliktelser är ett sådant exempel och även avsättningar som gjorts för kommande skatter (latenta skatter och skattetvist). I räkenskapsanalysen behandlas avsättningar som en långfristig skuld. Pensionsåtaganden behöver inte redovisas som avsättning i balansräkningen enligt årsredovisningslagen. Däremot tas de upp ”inom linjen”, dvs. omnämnd i text efter skulderna och bör vid räkenskapsanalys subtraheras från eget kapital i en justerad balansräkning. (Hansson, 2006 s. 52)

Skulder

Långfristiga skulder har en förfallotid som överstiger ett år. Exempel är banklån, checkräkningskrediter, reverslån, inteckningslån, obligationslån, förlagslån (lån utan säkerhet) och långfristiga skulder till andra företag än kreditinstitut. Checkräkningskrediter är formellt kortfristiga, men förlängs regelmässigt varför de kan klassas som långfristiga. Obligationslån är lån där skulden på sikt byts mot aktier. Därför bör de vid räkenskapsanalys hänföras till eget kapital. De *kortfristiga skulderna* har kortare förfallotid än ett år och består t.ex. av obetalda fordringar, löner och räntor.

Ansvarsförbindelser

Ansvarsförbindelser är borgensåtaganden och andra förpliktelser enligt dom, förlikningar, samt utlovade bonus och rabatter. För bygg- och industribolag är garantiförpliktelser en förekommande förpliktelse som eventuellt ska beaktas som skuld om det är troligt att den kommer att behöva betalas ut. (Hansson, 2006 s. 55)

Leasingavtal

Leasingavtal (t.ex. hyra av maskiner) där leasingtagaren i praktiken kommer att nyttja utrustningen under hela livslängden kallas för finansiell leasing. Ett sådant avtal kan jämföras med ett avbetalningsköp och tillgången bör därför uppföras som anläggningstillgång och betalningsförpliktelsen som en skuld. (Hansson, 2006 s. 56)

Resultaträkningens uppställning

Årsredovisningslagen tillåter och skiljer mellan två uppställningsformer: *funktionsindelad* resultaträkning och *kostnadslagindlad*. Den första sorterar vanligen kostnaderna på de fyra funktionerna tillverkningsfunktionen, administrationsfunktionen, försäljningsfunktionen samt forsknings- och utvecklingsfunktionen. Den kostnadsindelade resultaträkningen fördelar kostnader efter vilken typ av kostnad de utgör t.ex. material-, personal eller annonskostnader. Vilken typ som används beror på vad som är passande för verksamheten. Det normala för de börsnoterade fastighetsbolagen är den funktionsindelade resultaträkningen.

Funktionsindelad resultaträkning	Kostnadsindelad resultaträkning
Nettoomsättning	Nettoomsättning
Kostnad sålda varor	Förändringar i lager
Bruttoresultat	Aktiverat arbete för egen räkning
Försäljningskostnader	Övriga rörelseintäkter
Administrationskostnader	Rörelsens kostnader
FoU kostnader	Råvaror o förnödenheter
Jämförelsestörande poster	Handelsvaror
Övriga rörelseintäkter	Övriga externa kostnader
Övriga rörelsekostnader	Personalkostnader
Rörelseresultat	Av- och nedskrivningar
	Nedskrivningar av oms.tillgångar
	Jämförelsestörande poster
	Övriga rörelsekostnader
	Rörelseresultat
	Resultat från andelar i koncernföretag
	Resultat från andelar i intresseföretag
	Resultat från övriga värdepapper och fordringar
	Övriga ränteintäkter och liknande resultatposter
	Räntekostnader och liknande resultatposter
	Resultat efter finansiella poster
	Extraordinära intäkter
	Extraordinära kostnader
	Bokslutsdispositioner
	Skatt på årets resultat
	Övriga skatter
	Årets resultat

Figur 3 – Exempel på uppställning i resultaträkning (Hansson, 2006)

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

Genom att planera verksamheten och genom val av redovisningsmetod kan företag påverka sina intäkter och kostnader. På så sätt kan t.ex. företaget inför en börsintroduktion uppvisa kraftigt stigande resultat genom att tidigarelägga och uppskjuta aktiviteter. På kort sikt kan därför den redovisade trenden vara missvisande för ett företag eftersom den har manipulerats inom regelverkets gränser. (Hansson, 2006 s. 59)

2.2.2 Justering av resultaträkningen

Nyckeltalsberäkningar utgår alltid ifrån justerade balans- och resultaträkningar. Detta avsnitt behandlar vad som kan vara nödvändigt att justera i en resultaträkning. Figuren nedan visar schematiskt vilka justeringar som normalt kan behöva göras.

Intäkter - Rörelsens kostnader <i>Justering av jämförelsestörande poster</i> <i>Justering av ägarlöner</i>
= Justerat rörelseresultat <i>Justering av finansiella intäkter och kostnader</i>
= Justerat resultat efter finansiella poster (bortse från ev. extraordinära poster) (bortse från ev. bokslutsdispositioner) - <i>Justerad skatt</i>
= Justerat årsresultat (= justerat resultat efter skatt = 73,7 % av justerat resultat efter finansiella poster)

Figur 4 – Exempel på poster som justeras i resultaträkningen (Hansson 2006 s. 70)

Jämförelsestörande poster

Jämförelsestörande poster är tillfälliga intäkter och kostnader som försvårar jämförelse mellan olika år och mellan olika företag. Det kan vara t.ex. en förlustförsäljning av en fastighet som inte är nödvändig för företagets verksamhet, men som får en stor inverkan på resultatet det år då fastigheten säljs (exemplet avser främst företag där fastighetstransaktioner inte är en del av kärnverksamheten). (Hansson, 2006 s. 71)

En koncern som säljer en del av sin verksamhet kan göra en stor realisationsvinst som inte är återkommande. En sådan post måste elimineras för att verksamhetens årliga resultat ska vara jämförbara. Det kan då också vara nödvändigt att räkna om tidigare års resultat exklusive såld koncernverksamhet. Eftersom intäkter och kostnader hänförliga till den sålda koncerndelen måste exkluderas för att koncernens rörelseresultat ska vara jämförbara över tiden. En tysk studie visar att resultat som justerats för jämförelsestörande poster har ett starkare samband med aktiekurser än ojusterade resultat (Booth, 1997).

Utöver kapitalvinster och kapitalförluster som inträffar vid försäljning av betydande tillgångar finns ett antal andra situationer som ger upphov till jämförelsestörande

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

poster: upp- och nedskrivningar av anläggningstillgångar, kostnader för avveckling av rörelsegrenar, resultat i avvecklad rörelsegren, uppstartskostnader för ny rörelsegren, valutakursvinster och –förluster, engångseffekter av ändrade redovisningsprinciper, större förändringar i pensionsskulder, skadestånd, konsekvenser i räkenskaper beroende på rättelser i tidigare års redovisning.

För att underlätta bedömningen av vad som är jämförelsestörande i årsredovisningar är sådana poster ofta redan rubricerade just så i resultaträkningen. Alternativt finns information i noterna till resultaträkningen. Ledning kan också finnas i förvaltningsberättelsen. (Hansson, 2006 s. 77)

Extraordinära poster

Extraordinära poster är icke återkommande poster som uppstått pga. extrema yttre händelser som t.ex. krig, naturkatastrofer eller konfiskation. Redovisningsrådet rekommenderar att man endast i sällsynta undantagsfall rubricerar intäkter och kostnader som extraordinära. Praxis visar dock att benämningen används betydligt oftare än så. Förekommer posten i en årsredovisning bör den synas noggrant och behandlas som en extremvariant av jämförelsestörande poster. (Hansson, 2006 s. 84)

Bokslutsdispositioner

Bokslutsdispositioner är t.ex. avskrivningar över plan och andra bokföringsmässiga tillåtna justeringar som påverkar resultatet före skatt och därigenom minskar årets skattekostnad. Avskrivningar över plan motsvarar inte en egentlig värdeminskning, utan är den bokföringsmässiga nedskrivning av tillgångars värde som tillåts enligt skattelagstiftning. Detta medför att resultatet före skatt blir mindre och därmed även skattekostnaden. Bokslutsdispositioner är obeskattade vinster som företaget endast för en begränsad tid får skjuta framför sig. Dessa återförs normalt till beskattning vid ett senare tillfälle. (Hansson, 2006 s. 86)

Avsättning till periodiseringsfond skjuter beskattning av en vinst framför sig under max sex års tid. Dessa obeskattade vinster kan sedan återföras till beskattning under år då förlust uppstått och på så sätt helt undgå beskattning. I aktiebolag och mindre koncerner redovisas bokslutsdispositionerna så att de framgår av resultaträkningen. I börsnoterade koncerner redovisas inte bokslutsdispositionerna i koncernresultaträkningen. De fördelas istället på uppskjuten skatteskuld och resultat efter skatt (årets resultat). Det är en anpassning till internationella regler och innebär att noterna måste studeras för att identifiera bokslutsdispositionernas storlek.

Bokslutsdispositioner bör elimineras vid beräkning av justerad skatt och justerat årsresultat. Eftersom justerad skattekostnad beräknas utifrån ”justerat resultat efter finansiella poster”, är identifierandet av obeskattade reserver inte något större problem vid räkenskapsanalys.

Justering av skattekostnader

Skattekostnader beräknas ofta schablonmässigt som 26,3 procent av justerat resultat efter finansiella poster (bolagsskatten sänktes 2009 från 28 procent till 26,3 procent).

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

Detta beror på att de övriga justeringar som gjorts under analysen påverkar skattekostnaden. Att ange justerat årsresultat som 73,7 procent av justerat resultat efter finansiella poster är en förenkling, bland annat därför att vissa kostnader (t.ex. goodwillavskrivningar och representation över ett visst belopp) inte är avdragsgilla och att vissa intäkter (bl.a. aktieutdelning från dotterbolag) är skattefria. Utlandsregistrerade dotterbolag i koncerner beskattas dessutom med andra skattesatser som kan vara både högre eller lägre än 26,3 procent. Mycket talar för att schablonskatt på ett rimligt sätt uttrycker företagens långsiktiga skattebelastning. (Hansson, 2006 s. 239f)

2.2.3 Justering av balansräkningen

Enligt svensk lagstiftning och redovisningstradition ska tillgångar i årsredovisningar värderas försiktigt och dessutom ”ge en rättvisande bild”. Anläggningstillgångar redovisas normalt till anskaffningsvärde minus planenliga avskrivningar (börsnoterade fastighetsföretag undantaget). Omsättningstillgångar värderas enligt ”lägsta värdets princip” vilket innebär det lägsta av anskaffningsvärdet och värdet på bokslutsdagen. Vissa kortfristiga placeringar som aktier och optioner får värderas till verkligt värde. Inflation och prisförändringar gör tillsammans med avskrivningar att bokförda värden i stor utsträckning avviker från tillgångarnas marknadsvärden. Innan nyckeltal beräknas finns därför anledning att justera tillgångarnas värde genom att ersätta bokförda värden med marknadsmässiga. Eftersom det är svårt att göra en fullständig omvärdering får man begränsa sig till vissa tillgångsslag och göra vissa förenklingar i värderingarna. (Hansson, 2006 s. 89f)

Justeringar av tillgångar

Om balansräkningen justeras på tillgångssidan måste även finansieringssidan justeras. En ökning av tillgångarnas värde betraktas som en obeskattad reserv. Justerat eget kapital är eget kapital plus 73,7 procent av obeskattade reserver. Övriga 26,3 procent anses vara en långsiktig räntefri skuld. För börsnoterade fastighetsbolag är dock praxis att realiserat övervärde endast belastas med en schablonskatt om 10 procent. Detta är i praktiken en bättre uppskattning av den långsiktigt utgående reella skattebelastningen.

Justeringar av skulder

Om skulder i balansräkningen behöver justeras får man dra ifrån eller lägga till det egna kapitalet utifrån den aktuella situationen. Det kan t.ex. handla om pensionsförpliktelser som över- eller underskattats. Ansvarsförbindelser och borgensåtaganden som med hög sannolikhet måste infrias bör redovisas som skuld eller som avsättning. I koncerner redovisar man inte obeskattade reserver på balansräkningen. Schablonmässigt förs istället 73,7 procent av justeringsbeloppet till eget kapital och 26,3 procent till latent (icke räntebärande) skulder. (Hansson, 2006 s. 94)

Från med 2005 kan företag enligt IFRS även välja att värdera biologiska tillgångar som skog till verkligt värde. Omklassificering av poster i balans- och resultaträkning kan vara nödvändigt vid räkenskapsanalys om tillgångar klassificerats på ett felaktigt sätt.

Justering av skattskulder

Justerad skattekostnad ska enligt Näringslivets Börskommitté beräknas som den skatt som skulle ha utgått om jämförelsestörande poster och bokslutsdispositioner inte funnits (NBK, 1984). Det finns av flera skäl anledning att istället arbeta med en schablonskatt om 26,3 procent på justerad vinst efter skatt. Börsnoterade bolag ska enligt Bokföringsnämndens och Redovisningsrådet redovisa både aktuell skatt och uppskjuten skatt. Hult menar att alla obeskattade reserver kan antas ha en latent skatteskuld på 26,3 procent (Hult, 1998). För börsnoterade fastighetsbolag används dock i praktiken en skattesats om 10 procent.

2.3 Företagsvärdering

Företagsvärdering bygger på samma grundläggande tanke som all annan värdering. Förväntade framtida betalningar diskonteras till ett nuvärde med hjälp av en diskonteringsränta som motsvarar investerarnas avkastningskrav. Den dominerande tekniken för beräkning av ett företags värde är idag *kassaflödesmodellen*. Rörelsens värde och nettoskuld värderas då var för sig och kassaflödet diskonteras med den genomsnittliga kapitalkostnaden. Därefter dras nettoskulden av från rörelsens värde.

Det mer traditionella alternativet är de *utdelningsbaserade modellerna* där förväntade utdelningar direkt diskonteras med marknaden avkastningskravs. Det enklaste exemplet på utdelningsmodeller är P/E värderingen. *Övervinstmodeller* som goodwillmodellen och EVA (Economic Value Added) är ytterligare alternativ som istället fokuserar på den del av rörelseresultatet som överstiger kapitalkostnaden. För fastighetsbolag finns dock ytterligare en möjlighet, nämligen *substansvärderingen*, där utgångspunkten istället är värdet av företagets tillgångar. (SFF, 2000 s. 129)

Gemensamt för de olika företagsvärderingsmodellerna (möjligtvis substansvärderingen undantaget) är att de bygger på prognoser om företagets framtida utveckling. Modellerna ska i praktiken ge samma resultat förutsatt att samma antaganden görs gällande tillväxt och lönsamhet. Svårigheten med företagsvärdering är att prognostisera de framtida betalningarna och fastställa avkastningskravet. (SFF, 2000 s. 130)

Prognosunderlag kan bygga på historisk avkastning, eller på företagets tillväxtfas och konkurrenssituation, men också på makroekonomiska trender som inflation, BNP- eller råvaruprisutveckling. En normal prognosperiod är fem till tio år och under denna period kan tillväxt och lönsamhet variera från år till år. Efter prognostidens slut antas dock en konstant, långsiktigt hållbar tillväxttakt, i nivå med den allmänna BNP-tillväxten. Ett slutvärde beräknas därför genom att diskontera värdet av företaget vid prognostidens slut med en konstant diskonteringsränta. Slutvärdet har ofta en väldigt stor betydelse vid värdering av ett företag, i snitt ca 70-80 procent. (SFF, 2009 s. 149)

2.3.1 Begrepp och definitioner

Avkastningskravet

Avkastningskravet kan beräknas på flera olika sätt, men utgångspunkten är normalt antingen kapitalkostnaden eller alternativkostnaden. I det första fallet beräknas kostnaden för framskaffandet av det kapital som behövs för investeringen. I det andra fallet är utgångspunkten vilken avkastning som kan erhållas vid en liknande alternativ investering. För investeringar med eget kapital används normalt alternativkostnaden som riktlinje för avkastningskravet. Eftersom olika investeringar har olika risknivå kräver en rationell investerare kompensation för högre risknivå. Den riskfria räntan blir därför utgångspunkt vid beräkning av avkastningskravet. Som riskfri ränta används vanligen räntan på statsobligationer med 10 års löptid. En sådan placering kan i praktiken betraktas som helt riskfri. Den riskfria räntan pendlar normalt mellan 2 och 5 procent. (SFF, 2009 s. 137)

För investeringar i riskfyllda tillgångar som aktier kräver investerarna en riskpremie. Denna riskpremie kan delas upp i marknadsrisk och företagsspecifik risk. Marknadsrisken är generell för alla företag på börsen och kan normalt hänföras till den allmänna konjunktur- och inflationsutvecklingen, men också spektakulära händelser som krig, finanskriser och oljeprisökningar. Denna risk pendlar erfarenhetsmässigt mellan 3 – 5 procent för utvecklade aktiemarknader. (SFF, 2009)

Avkastningskrav vid värdering av rörelsen – WACC

Vid kassaflödesberäkningar där rörelsens värde och nettoskuld värderas var för sig bestäms ofta avkastningskravet som ett vägt genomsnitt av avkastningskravet på eget kapital och avkastningskravet på nettoskulden, Weighted Average Cost of Capital (WACC). Eftersom lånade pengar är billigare än eget kapital blir då avkastningskravet på rörelsen mindre än avkastningskravet på eget kapital. Kostnaden för lånat kapital är marknadens låneränta med avdrag för skatt. Kostnaden för eget kapital skattas enligt ovan. Aktiemarknadens avkastningskrav på eget kapital ligger erfarenhetsmässigt runt 9 procent. (SFF, 2009 s. 138f)

Vägningen mellan kapitalslagen görs utifrån respektive marknadsvärde. För börsnoterade bolag används börsvärdet för det egna kapitalet. Företagets kapitalstruktur antas oförändrad under kassaflödets prognosperiod. Värderingen av rörelsen sker alltså utifrån nuvarande kapitalstruktur. Med förändrad kapitalstruktur blir alltså värderingen otillförlitlig. Det kan därför vara intressant att analysera huruvida befintlig kapitalstruktur är optimal eller inte. Dubbelbeskattningen förstärker också effekten av att lånat kapital har lägre avkastningskrav än eget kapital. Om det finns starka skäl att anta att kapitalstrukturen kommer att förändras under prognostiden bör detta beaktas i beräkningen av det viktade avkastningskravet. Finansanalytiker använder WACC vid skattning av marknadens avkastningskrav, inte betavärdet enligt CAPM. (SFF, 2009 s. 138ff)

2.4 Aktievärdering

Värdering av aktier har givetvis många beröringspunkter och likheter med företagsvärdering. Finansanalytikern använder företagsvärdering som metod för att beräkna motiverad aktiekurs. Det finns dock vissa skillnader i analysnivån och ansatsen som gör att aktievärdering delvis skiljer sig från värdering av företag. Vid värdering av aktier finns två helt olika angreppssätt: den *fundamentala* och den *tekniska analysen*. Den fundamentala analysen bygger på företagsvärdering medan den tekniska analysen utnyttjar borspsykologiska fenomen för att förutse kursförändringar.

Varför aktiekurser stiger

En förklaring till varför aktiekurser stiger är att företagens egna kapital ökar då inte hela vinsten delas ut. En förutsättning för oförändrad tillväxt av det egna kapitalet är att avkastningen är oförändrad. Kapitalet måste då även fortsättningsvis gå att investera med god lönsamhet. Aktieägarna får därför både en utdelning och en kursökning som tillsammans ger en totalavkastning på det investerade beloppet. En annan möjlig förklaring är att marknadens förväntningar på höjd lönsamhet i sig gör att kurserna stiger. Detta fungerar även omvänt om marknaden förväntar sig sjunkande avkastning. (Hansson, 2006 s. 219)

Hägg menar att det är avkastningskravet och de förväntade utdelningarna som bestämmer kursnivån. En viss kursnivå kan alltså inte motiveras baserat på en förmodad tillväxt, även om många aktieägare i första hand är intresserade av just tillväxt. (Hägg, 1989 s. 30ff)

Aktiekurser har på kort sikt ingen fast relation till substansvärden, utdelningar, eller vinster. Förväntningar är avgörande för börsvärdet och substansrabatten. Aktier ska därför inte värderas med hänsyn till historisk utdelning, vinst eller substans. Ögonblicksbilden är endast en utgångspunkt för framtidsbedömningen, men låga relationstal kan ge anledning att undersöka om köpläge föreligger. (Hansson, 2006 s. 222)

2.4.1 Värderingsmetoder

Kassaflödesbaserad värdering

Istället för att i efterhand studera de periodiserade redovisade beloppen intäkter och kostnader, kan analysen istället blicka framåt och studera förväntade kassaflöden. Överstiger nuvärdet börsaktiens marknadsvärde föreligger köpläge. Detta kallas Shareholder Value Analysis. Förväntat kassaflöde baseras på en prognos för företagets framtid de sju till tio kommande åren. Som kalkylränta används företagets genomsnittliga kapitalkostnad efter skatt, s.k. vägd kostnad för eget och främmande kapital. (Hansson, 2006 s. 222f)

Avkastningsvärdet som värderingsmetod

En akties avkastningsvärde är nuvärdet av de framtida utdelningarna. Gordons formel är den mest kända metoden för beräkning av avkastningsvärdet. Metoden bygger på ett antagande om konstant procentuell utdelningsandel, konstant procentuell

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

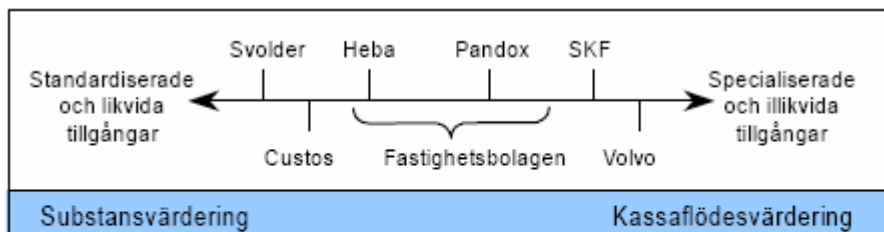
utdelningstillväxt och ett konstant avkastningskrav under överskådlig framtid. Metoden har stöd i ekonomisk teori, men är i praktiken inte alltid användbar, framför allt pga. svårigheterna att beräkna det motiverade avkastningskravet. (Hägg, 1990 s. 63)

Det har påståtts att substansföretag som fastighetsbolag (innan IFRS) inte ska värderas utifrån sitt synliga resultat. Anledningen till att de inte ska avkastningsvärderas är att de har stor orealiserad värdetillväxt i sina tillgångar. Endast bolag vars hela vinst är synlig i resultaträkningen kan avkastningsvärderas. Detta är nu möjligt eftersom fastigheternas värdeökning ska tas med i resultaträkningen.

Värdering av investment- och fastighetsbolag

Investment- och fastighetsbolag har tillgångar som ökar i värde samtidigt som de löpande intäkterna kommer ifrån utdelningar av aktieinnehav och hyresintäkter. P/E tal ger därför ingen bra ledning, utan det är istället förändringar och förväntade förändringar i substansvärdet som är intressanta att studera. Förhållandet mellan aktiekurs och substansvärde per aktie är ofta låg för denna typ av företag. (Hansson, 2006 s. 230)

Eftersom fastighetsbolagen inte i samma utsträckning som investmentbolagen har standardiserade tillgångar med kända marknadsvärden bör fastighetsbolagen ibland substansvärderas *och* kassaflödesvärderas. Substansvärderingen ger en övre och en undre gräns för hur aktierna rimligen bör värderas. Avvecklingsvärdet ger den undre gränsen medan replikeringsvärdet ger den övre. Någonstans i mitten av dessa två värden är det rena substansvärdet exklusive transaktionskostnader. (Leimdörfer 1998a)

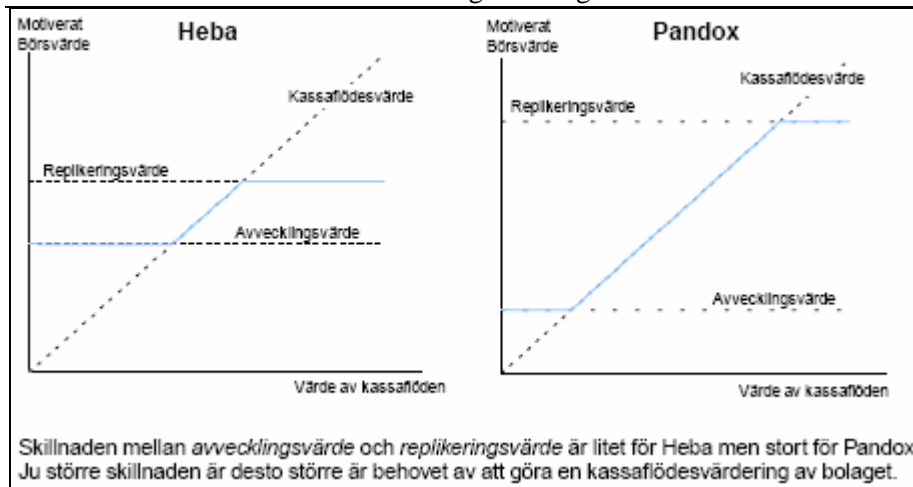


Vid värdering av rena investmentbolag, exempelvis Svolder och Custos, kan en enkel substansvärdering tillämpas. Verkstadsföretag, såsom SKF och Volvo, lämpas sig bäst för kassaflödesvärdering. Däremellan finns bolag för vilka både substansvärdering och kassaflödesvärdering bör tillämpas. Dithör bland andra flertalet fastighetsbolag.

Figur 5 - Substansvärdering eller kassaflödesvärdering av företag (Leimdörfer, 1998a)

Om börsvärdet överstiger substansvärdet finns ett s.k. optionsvärde. Detta kan antyda att aktien är övervärderad. Det kan dock finnas andra tillgångar hos företaget som börsen värderar utöver substansvärdet, t.ex. underskottsavdrag eller undervärdet i icke marknadsmässiga bundna lån. (Leimdörfer, 1996)

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier



Figur 6 - Nyttan av kassaflödesvärdering vid olika typer av fastighetsbestånd (Leimdörfer, 1998a)

Leimdörfer menar att nyttan av att kassaflödesvärdera ett fastighetsbolag minskar om det finns en likvid marknad för fastighetsbeståndet. Då marknadsvärdet är svårt att beräkna, t.ex. för illikvida eller specialiserade fastigheter ökar behovet av en kompletterande kassaflödesanalys. I exemplet ovan visas skillnaden mellan Heba, som har ett homogent bestånd med välbelägna bostadsfastigheter i Stockholm och Pandox, som har hotellfastigheter belägna i norra Europa (Pandox köptes ut från börsen 2003). Osäkerheten i avvecklingsvärdet och replikeringsvärdet hos Pandox ökar behovet av en kombinerad av de två metoderna. Kassflödesvärderingar som resulterar i värden över eller under ramarna för substansvärdet bör förkastas. (Leimdörfer, 1998b)

2.4.2 Aktierelaterade nyckeltal

Olika sammanställningar av data ur års- och delårsrapporter används av aktieägare som underlag för investeringsbeslut. Dessa nyckeltal behöver ofta inte beräknas av aktieägarna själva. Vissa finns tillgängliga direkt i årsredovisningarna medan andra återfinns i tidsskrifter och nätpublikationer. Att bedöma aktiekurser utifrån nyckeltal är ett vanligt sätt att snabbt försöka avgöra om det föreligger köp- eller säljtillfälle för en aktie. Nyckeltal kan också användas vid jämförelser mellan olika företag inom samma bransch. Nedan följer en kort redogörelse för de vanligaste nyckeltalen.

P/E talet som värderingsmetod

P/E-talmetoden har ingen teoretisk grund utan är en erfarenhetsbaserad modell som uppstod under 20-talet som en reaktion mot den bokföringsbaserade aktievärderingen. Grundtanken är enkel och innebär att en aktie värderas utifrån företagets vinst per aktie. En aktie kan t.ex. vara värd 10 gånger vinsten per aktie. P/E talet används ofta som metod för att hitta över- eller undervärderade aktier. Det jämförs då med börsens genomsnittliga P/E tal eller på andra sätt "motiverade" P/E tal. (Hägg, 1989 s. 81f)

Kurs/kassaflöde (P/S-tal)

Kurs delat på kassaflöde före förändring av rörelsekapital (price/cash earnings-ratio) anger företagets förmåga att ge utdelning och finansiera tillväxt och kan ses som ett alternativ till P/E talet. En svag likviditet kan omöjliggöra en planerad utbetalning även om lönsamheten är god. Aktiemarknaden har en förmåga att överreagera på lönsamhetsvängningar. Speciellt för företag med låg soliditet, eftersom det leder till stora förändringar i lönsamheten för eget kapital. Aktuellt lönsamhetsläge ger stort utslag i kursstämningen, vilket är en mekanism som kan utnyttjas som signal för köp och säljtillfällen. P/S-talet visar hur börsen värderar varje försäljningskrona. Ett lågt P/S-tal kan indikera företag som har tillfälliga lönsamhetsproblem trots stor försäljning. Måttet kan peka på en uppköpspotential för företaget, men kan också visa på företag med stor försäljning och permanenta kostnadsproblem. (Hansson, 2006 s. 224f)

Resultat per aktie

Resultat per aktie anger vilken avkastning aktieägarna fick på sitt kapital. Justerat årsresultat genom antal aktier.

Utdelning per aktie

Vinsten tillfaller aktieägarna genom ökning av företagets kapital, men också genom att en del av vinsten delas ut. Styrelsen beslutar hur mycket av vinsten som ska delas ut till aktieägarna. Utdelning per aktie är beslutad utdelning genom antal aktier.

Direktavkastning

Direktavkastningen är utdelning per aktie genom börskurs per aktie. Aktieägarna får dock inte bara utdelningen utan även förväntad kursökning.

Substansvärde per aktie

Att köpa en aktie är att köpa en del av företagets egna kapital. Om man dividerar justerat eget kapital med antalet aktier får man substansvärde per aktie. Marknadsvärdet (börsvärdet) avviker i många fall avsevärt från substansvärdet. För andra företag än substansföretag är det svårt att teoretiskt eller erfarenhetsmässigt bedöma ett motiverat substansvärde. (Hansson, 2006 s. 213)

Kurs/substansvärde

Börskurs per aktie genom substansvärdet. Är börskursen högre än vad som är motiverat av substansen så kan det finnas "dolda" tillgångar i företaget som t.ex. nedlagda kostnader för forskning, utveckling och marknadsföring. För andra branscher än just fastigheter är kvoten ofta betydligt högre än vad substansen motiverar erfarenhetsmässigt mellan 400 - 1000 procent. (Hansson, 2006 s. 217)

2.4.3 Utspädningseffekter vid resultatberäkning per aktie

Resultatberäkning per aktie är normalt okomplicerad. Eftersom börsen snabbt korregerar för förändringar i antalet aktier används antalet aktier vid analystillfället. Detta gäller under förutsättning att antalet aktier endast förändrats genom

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

fondemission, aktieutdelning (split) eller sammanläggning av aktier. Har nyemission gjorts under året bör antalet nya aktier endast beaktas i förhållande till den tid aktierna funnits under året. Emissionslikviden av en miljon aktier som släpps den första oktober bidrar bara till resultatet under en fjärdedel av året varför resultatet endast ska divideras med en fjärdedel av detta aktieantal. Räkneexemplet förutsätter att emissionen gjorts till börskurs, vilket sällan är fallet. (SFF, 2009 s.11 ff)

Genom optionsavtal kan antalet aktier komma att förändras, antingen när som helst eller vid bestämda tidpunkter. Dessa ”potentiella aktier” har en latent rätt till vinsten som kan komma att realiseras. Detta innebär att resultatet kan komma att spädas ut på fler aktier, vilket kallas för utspädningseffekt. En liknande effekt har konvertibla lån, där långivarna har rätt att byta ut fordringen mot aktier. (RR, 2000)

Preferensaktier

Preferensaktier är aktier med bättre rätt i utdelning och vid likvidation än stamaktier.

Beräkning av antal aktier och resultat per aktie

Grundprincipen för beräkning av resultat per aktie är att nettoresultatet från resultaträkningen delas med genomsnittligt antal utestående aktier under perioden. Problemet är hur antalet aktier beräknas under en period då antalet aktier har förändrats. Detta kan ske genom nyemissioner, fondemissioner, uppdelning (split) eller inlösen och återköp av aktier eller utdelning av dotterbolag. Ett bolag kan också emittera konvertibla skuldebrev (konverteringslån) eller teckningsoptioner, vilket ger upphov till s.k. utspädningseffekt. (RR 18, 2000)

Limiterade preferensaktier räknas inte med till antalet aktier eftersom deras utdelning inte är beroende av bolagets resultatutveckling. Vid *fondemissioner* och *uppdelning* (split) räknas antal aktier under en period som antalet efter genomförd transaktion. Samma företag har då delats upp på fler aktier. (SFF, 2009 s.11 ff)

Vid *nyemission* ska antalet aktier under en period räknas som ett vägt genomsnitt. Det nya kapitalet har bara genererat avkastning från det datum då bolaget erhöll emissionslikviden. Saknas tillräcklig information om när emissionerna genomförts kan antalet aktier förenklat beräknas som genomsnittet vid periodens början och slut.

Vid *inlösen* eller *återköp* (omvänd emission) försvinner kapital ur bolaget samtidigt som antalet aktier minskar. Återköpta aktier ska betraktas som ”dödade”. (SFF, 2009 s. 14)

Engångsutdelningar, *emission av inlösenaktier* och *utdelning av aktier i dotterbolag* innebär en sänkning av både eget kapital och resultat. Antalet aktier minskar inte och ingen justering av resultat per aktie är nödvändig.

Teckningsoptioner och *konvertibler* bör i vissa fall beaktas vid beräkning av antal aktier. Då börskursen överstiger optionens teckningskurs måste optionsinnehavarnas

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

andel av resultatet elimineras. Detta kallas för utspädningseffekt och den beräknas enligt följande (SFF, 2009 s. 14)f:

Antal aktier som ska emitteras minus antal aktier som vid rådande kurs inbringrar samma belopp som kostnaden för de emitterade aktierna.

Det överskjutande antalet aktier anses utgöra utspädningseffekten. Då optionernas teckningskurs överstiger börskursen ska utspädningseffekten istället beaktas på följande sätt:

1. För icke börsnoterade optioner beräknas nuvärdet av teckningskursen. Om detta understiger aktiernas marknadsvärde föreligger en utspädningseffekt. Denna beräknas enligt ovan, men med optionernas nuvärde istället för teckningskursen.
2. För börsnoterade optioner beräknas utspädningseffekten som kvoten mellan optionernas marknadsvärde och företagets totala börsvärde (aktiernas börsvärde + optionernas börsvärde). Dvs. optionsinnehavarens andel av företagets vinst i procent. Här sänks alltså resultatet istället för att antalet aktier ökar.

För *konvertibler* som förväntas bli konverterade (konverteringskurs = börskursen) beräknas resultatet per aktie som om konvertering skett. Resultatet ökas då med de räntekostnader som konvertiblerna medfört (justerat för skatt), samtidigt som antalet aktier ökas med antal aktier som utgår vid full konvertering. (SFF, 2009 s. 17ff)

Justering av historiska aktiesiffror

I flerårsöversikter måste per aktiesiffror justeras för att måtten ska vara jämförbara. Normalt beräknas en korrektionsfaktor genom att antal aktier före emissionen delas med antalet aktier efter emissionen. Faktorn multipliceras sedan med föregående årtals nyckeltal. Vid fondemission eller uppdelning (split) måste tidigare års siffror räknas om enligt det nya antalet aktier. Återköp av aktier, inlösen eller engångsutdelningar behöver inte justeras. (SFF, 2009 s. 17ff)

Nyemission till lägre kurs än börskursen föranleder justering för det s.k. fondemissionselementet i emissionen. Korrektionsfaktorn blir: $(1+T \times f / K)/(1+f)$ där T = teckningskursen, f = antal nyemitterade aktier genom antal aktier före emissionen, K = aktiens pris dagen avskiljande av teckningsrätt

Konvertibla skuldebrev som emitteras har en fondemissionsliknande effekt. Korrektionsfaktorn beräknas enligt $= (K-T)/K$ där T är teckningsrättens genomsnittliga värde och K är aktiens pris dagen före avskiljande av teckningsrätten. (SFF, 2009 s. 19)

Vid beräkning av eget kapital eller substansvärde per aktie används inte samma aktiemått som vid fördelning av resultat. Antal aktier är istället antal utestående aktier före utspädningseffekter. Vid jämförelse mellan olika år måste antal aktier och börskurs justeras för att värden ska vara jämförbara. Detta åtgärdas genom att historiska siffror justeras med kvoten mellan aktuellt och historiskt aktieantal.

2.5 Substansvärdering

2.5.1 Bakgrund

Substansvärdebegreppet återkommer i ekonomisk litteratur, i årsredovisningar och i skatteregler. Tillämpningen är störst för s.k. substansföretag med betydande realtillgångar som t.ex. fastighetsbolag, och rederier. Begreppet används också ofta i samband med investmentbolag, vars tillgångar är aktier i andra bolag. Till skillnad från kunskapsföretag, där de immateriella tillgångarna kan vara svåra att värdera, har substansföretagen tillgångar med kända marknadsvärden. Det är därför intressant att jämföra det egna kapitalets marknadsvärde med hur börserna värderar dessa företag. Eftersom börsvärdet ofta inte överensstämmer med substansvärdet förekommer perioder med s.k. substansrabatt eller substanspremie. Börserna gör då implicit en annan värdering av företagens tillgångar än den som görs på t.ex. fastighetsmarknaden.

Substansvärdering är en metod för företagsvärdering där värdet av det egna kapitalet beräknas utifrån balansräkningen. Metoden kan därför jämföras med traditionell bokförings balansvärdering och ordet substansvärde härstammar troligen från tysk redovisningsteori (Hägg, 1991 s. 28). I den ekonomiska teorin har dock begreppet ingen entydig definition även om begreppet oftast tolkas som justerat eget kapital (Wallentin, 2006). Den här uppsatsen fokuserar på begreppet substansvärde så som det används i börsnoterade fastighetsföretags årsredovisningar och vid analytikers värdering av dessa företag.

2.5.2 Definitioner av substansvärdebegreppet

Substansvärdebegreppet inom företagsekonomi

Enligt Hägg är substansvärdet värdet av ett företags nettotillgångar, d.v.s. totala tillgångar minus skulder vid en bestämd tidpunkt. Till skillnad från kassaflödesanalysen är alltså substansvärderingen ett ögonblicksmått. Substansvärdet förutsätter att nuvarande verksamhet fortlöper (s.k. going-concern) och skiljer sig därmed från likvidationsvärdet. Vid en omgående likvidation (ex. konkurs) erhålls troligtvis inte det marknadsmässiga värdet för företagets tillgångar. Substansvärdet är alltså att betrakta som företagets marknadsvärde, det mest sannolika pris en köpare skulle betala för att ta över och driva ett företag vidare. (Hägg, 1990)

Ett fastighetsföretags *nettosubstansvärde* är det värde som fastigheterna skulle inbringa på fastighetsmarknaden efter skatt vid omedelbar likvidation av företaget. De skatter som en likvidation skulle medföra kallas latent skatteskuld och utgörs av bolagsskatt och inkomstskatt. Det framhålls ibland att börsvärdet måste överstiga nettosubstansvärdet, annars skulle det löna sig att köpa samtliga aktier i ett bolag och sälja av tillgångarna. I praktiken finns dock betydande transaktionskostnader som försvårar detta. Om börsvärdet däremot överstiger nettosubstansvärdet kan det överskjutande värdet kallas för goodwill. (Hägg, 1991 s. 35)

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

Hult väljer att definiera substansvärdet som företagets tillgångar minskade med företagets skulder med utgångspunkt i företagets fastställda balansräkning. Substansvärdet kan också beräknas efter justering av balansräkningens poster. (Hult, 1998).

Ibland förekommer även uttrycken synlig soliditet eller *synlig substans*. De måtten utgår då ifrån ojusterade balansräkningar vid beräkning av det egna kapitalet. Andelen eget kapital (soliditet), är justerat eget kapital delat med justerat totalt kapital Dvs. ojusterat eget kapital plus 63,7 procent av de obeskattade reserverna. I koncernbalanser ingår dock redan den andel av obeskattade reserver som ska hänföras till eget kapital. Bland annat SCB:s statistik utgår ifrån ojusterade balansräkningar och redovisar då så kallad synlig soliditet. (Hansson, 2006 s. 149)

Substansvärdebegreppet inom fastighetsvärdering

Substansvärdet är värdet av ett företags nettotillgångar under förutsättning att samma verksamhet ska bedrivas vidare. Nettotillgångarna är tillgångarnas marknadsvärde minus lån och latent skatteskuld. Substansvärdet kan ses som det pris en rationell köpare är villig att betala för att ta över och fortsätta den nuvarande verksamheten. Substansvärdet skiljer sig ifrån likvidationsvärdet, vilket är det värde som marknaden skulle betala för företagets tillgångar vid en omedelbar avveckling av företaget. Substansvärde per aktie och substansstillväxt kan användas som mått vid aktievärdering. (Lantmäteriverket, 2006 s. 9f)

Substansvärdebegreppet inom analytikerkråren

För finansanalytiker är substansvärdet justerat eget kapital med avdrag för latent skatteskuld på övervärden. Det är dock inte enskilda fastighetsvärderingar som ligger till grund för substansvärderingen. Analytikern uppskattar istället ett "uthålligt" driftnetto för hela fastighetsbestånd som sedan evighetskapitaliseras med marknadens avkastningskrav. Detta substansvärde används sedan som ett nyckeltal för att positionera företag mot varandra. Det viktiga för jämförbarhetens skull är att värderingen sker med samma förutsättningar för samtliga bolag. Därför använder inte heller analytiker värden från enskilda fastighetsvärderingar. Även om felberäkningar uppstår för enskilda fastigheter vid mer schabloniserade värderingsmodeller, så jämnas det ut på portföljnivå för hela fastighetsbeståndet. (SFF, 2006)

Vid värdering av fastighetsportföljer sätts hyresintäkterna i nivå med vad fastighetsägarna rimligtvis bör erhållas vid nyuthyrning. Eventuella över- eller undervärden hos de befintliga hyreskontrakten beräknas separat, men beaktas inte av alla analytiker. För drift- och underhållskostnader används företagets nuvarande kostnader med justering för vad som anses vara långsiktigt uthålliga nivåer. Det finns en tendens hos fastighetsbolag att bokföra investeringar och hyresgästanpassningar som underhåll eftersom det är skattemässigt fördelaktigt. Därför är ibland redovisade kostnader högre än de verkliga. Vakansnivåer sätts också till långsiktigt uthålliga nivåer. För skulder beaktas normalt endast nettoskulden. Full hänsyn tas alltså inte till skuldernas marknadsmässiga värde. (SFF, 2006)

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

Direktavkastningskravet för fastighetsportföljerna uppskattas av analytikerna på delmarknadsnivå. En del analytiker har egna databaser med nyckeltal, andra köper informationen från fastighetskonsulter. Antalet delmarknadsområden skiljer sig starkt mellan olika analytiker.

Substansvärdebegreppet enligt Leimdörfer

Leimdörfer är ett svenskt företag som specialiserat sig på fastighetsrelaterad rådgivning på den nordiska marknaden. Sedan 1996 har företaget kontinuerligt publicerat analysartiklar med fokus på börsnoterade fastighetsbolag. På företagets hemsida finns en bolagsöversikt publicerad där substans och börsvärdeutvecklingen för de noterade fastighetsföretagen analyseras.

Leimdörfer använder uttrycket värderingskvot för att uttrycka förhållandet mellan börsens värdering av fastighetstillgångarna (implicit värdering) och fastigheternas marknadsvärde (schabloniserat fastighetsvärde). Värderingskvoten åskådliggör aktuell substansrabatt eller substanspremie och används för jämförelser mellan olika fastighetsbolag. Enligt Leimdörfer är substansvärdet det schablonmässiga fastighetsvärdet minus nettobelåning.

Den implicita värderingen är det totala börsvärdet, aktuell aktiekurs multiplicerat med antal utestående aktier plus nettobelåning. Det schabloniserade fastighetsvärdet är en avkastningsvärdering av bolagens samtliga fastigheter beräknat enligt Leimdörfers egenutvecklade värderingsmodell. Varje fastighet värderas individuellt med hjälp av en databas där fastigheterna åsätts schablonmässiga drift- och underhållskostnader och bedömda marknadsmässiga hyror. Syftet är att varje företags tillgångar ska ha värderats på ett enhetligt sätt för att resultaten ska vara jämförbara. (Leimdörfer, 1996)

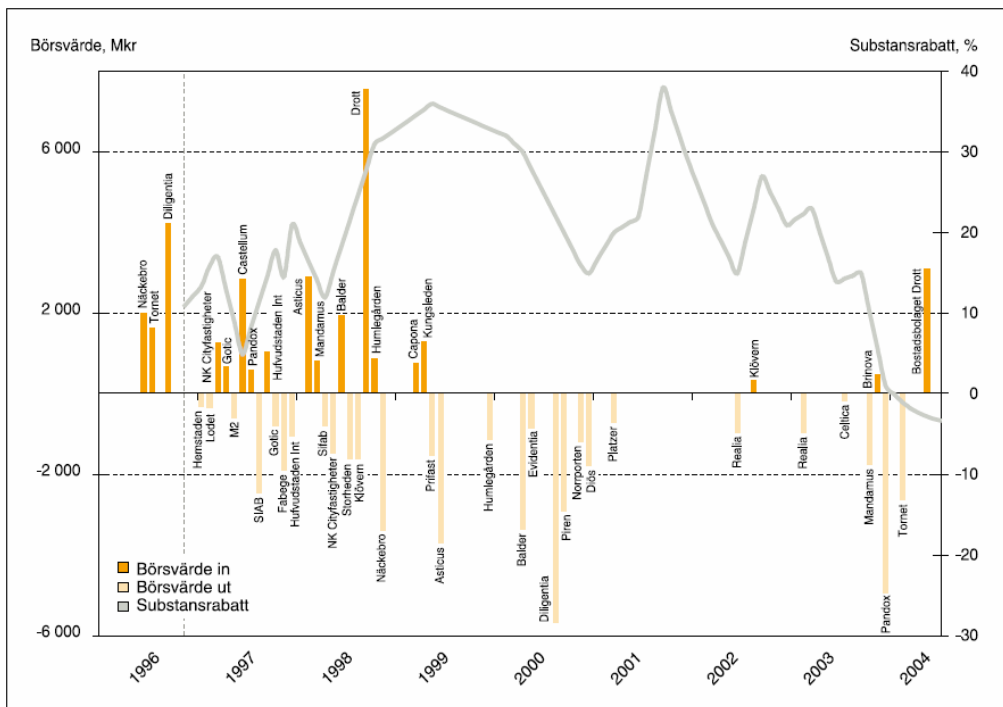
2.5.3 Substansrabatt eller premie för börsnoterade fastighetsaktier

Fastighetsbolagen har traditionellt varit undervärderade på börsen i förhållande till substansvärdet. Anledningen till detta kan härledas till dubbelbeskattningen och kostnaden för central administration. Det råder en allmän uppfattning om att en viss substansrabatt alltid är motiverad på grund av dessa faktorer. För institutionella investerare är alternativet till fastighetsaktier en direktinvestering i fastigheter, varpå dubbelbeskattning och merkostnad för central administration kan undvikas. En undersökning som Leimdörfer genomfört visar att substansrabatten skulle vara 13 procent lägre om dubbelbeskattningen avskaffades för fastighetsbolag. Kostnaden för central administration innebär en försumbar merkostnad av 0,1 procent. (Leimdörfer, 2000)

Substansrabatt är dock inget konstant tillstånd för börsnoterade fastighetsbolag. Det förekommer även perioder då dessa aktier handlas till premie. För de sjutton fastighetsbolag som var börsnoterade 1987 översteg aktiekurserna substansvärdet med i genomsnitt 72 procent. Vissa av dessa företag värderades till 126 procent mot substansvärdet. Som jämförelse översteg samtidigt aktiekurserna substansvärdet med i genomsnitt 18 procent för de sexton mest omsatta aktierna på börsen. (Hägg, 1990 s. 23f)

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

Det förekommer inte bara stora variationer över tid, utan också stora skillnader mellan olika företag. Nedan visas ett diagram över substansrabatten på börsen mellan åren 1996 till 2004. Efter 2004 vänder trenden och många bolag går mot att värderas till premie istället för rabatt. Diagrammet visar också vilka företag som introducerats och köpts ut från börsen under perioden. Många av utköpen har varit motiverade just av den substansrabatt som börsen åsatts bolagen.



Figur 7 - Substansrabatten hos de börsnoterade fastighetsbolagen (Leimdörfer, 2004)

Ett betydande antal fastighetsföretag köptes upp under slutet av 1990-talet och början av 2000-talet då substansrabatterna var historiskt höga. Utöver rabatten i sig var renodling av fastighetsbestånd, ökad geografisk koncentration och förstärkning inom vissa marknadssegment bidragande motiv till de omstruktureringar som skedde. Speciellt icke-specialiserade bankägda fastighetsbolag handlades till betydande rabatter. Den genomsnittliga substansrabatten för de upphandlade företagen var under perioden 10 procent. För de tidigare bankägda fastighetsbolagen uppgick rabatten ca 35 procent.

Byggbolagen fasades ut ur kategorin fastighetsbolag år 2004 och år 2009 är de arton noterade fastighetsbolagen mer eller mindre helt renodlade fastighetsföretag. Verksamhetsmässigt har trenden gått mot förvaltning och fastighetsutveckling. Fastighetsbestånden har generellt renodlats både geografiskt och efter fastighetstyp, men det finns undantag där hög avkastning har setts som viktigare än renodling. Genomförda och förväntade uppköp har successivt minskat substansrabatterna på

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

börsen och de låga räntenivåerna har gett högre avkastning för både fastigheter och fastighetsaktier. År 2004 handlades bolagen i snitt till premie. (Leimdörfer, 2004)

Institutionella investerare kan normalt välja mellan fastigheter, aktier eller andra räntebärande instrument för sina placeringar. De låga räntenivåerna har sedan 2004 tvingat de institutionella investerarna att placera sina pengar i andra lågriskalternativ med högre avkastning, så kallad "yield hunt" (Leimdörfer, 2004). Detta har inneburit en högre exponering mot bland annat fastighetsaktier, vilket kan ha orsakat trendsvängningen mot substanspremier.

2.5.4 Varför substansvärdet avviker ifrån börsvärdet

Eftersom fastighetsmarknaden är en del av kapitalmarknaden är varaktiga omotiverade skillnader i värdering mellan aktiemarknad och fastighetsmarknad inte möjliga. Om aktiemarknaden långvarigt övervärderade fastigheter skulle fler fastighetsbolag börsnoteras och redan noterade bolag skulle nyemittera aktier för att finansiera fastighetsförvärv. En långvarig undervärdering av fastighetsaktier skulle resultera i att fastighetsbolag köptes ut från börsen. En omotiverad substansrabatt eller substanspremie är alltså inte möjlig på lång sikt. (Leimdörfer, 1997)

Huvuddelen av den motiverade substansrabatten förklaras av dubbelbeskattningen. En mindre del förklaras av merkostnader för central administration. I en undersökning från år 2000 beräknar Leimdörfer att nackdelarna med det indirekta ägandet motiverar en rabatt om 15 procent på fastighetsnivå. Detta motsvarar i sin tur 40 procent rabatt på substansnivå för ett bolag med 35 procent soliditet. Vid en given rabatt på fastighetsnivå blir rabatten större på substansnivå ju högre den finansiella hävstången är. På fastighetsnivå står dubbelbeskattningen för 13 procent och merkostnaden för central administration för 2 procent av den motiverade rabatten. För att uppväga dessa kostnader måste företaget tillskapa ett mervärde som motsvarar 0,7 procentenheter högre avkastning årligen. (Leimdörfer, 2000)

För att motivera en substanspremie måste bolagen teoretiskt tillföra ett mervärde som kompenserar för både dubbelbeskattning och central administration. Exempel på mervärden kan vara att aktier och börsnotering gör illikvida fastigheter mer likvida, vilket kan vara bra speciellt för svårsålda, men högavkastande fastighetsobjekt. Då möjliggörs exponering mot bestånd där placerare annars kanske tvekar att investera.

Stark marknadsposition eller specialistkompetens inom t.ex. hotell, köpcentrum-fastigheter och fastighetsutveckling kan vara andra mervärden som tillförs. Skatteeffektivitet genom fastighetstransaktioner i bolagsform och förvärv av andra företag med underskottsavdrag kan också vara tänkbara motiv. En studie visar att för att kunna motivera en premie på ca 15 procent på fastighetsnivå krävs ett genererat mervärde om strax över 1 procent av fastighetsvärdet. (Leimdörfer, 2004)

Det som avgör skillnader i substansrabatt mellan olika företag är justerad soliditet, grad av renodling av fastighetstyp och aktiens likviditet. Dessa faktorer förklarar 85 procent av skillnaderna. Resterande 15 procent kan förklaras med andra faktorer eller

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

bero på slumpvis variation (Leimdörfer, 2001). Dominerande huvudägare kan hindra utköp från börsen, men dessa aktier handlas generellt också till större rabatt än övriga företag. (Leimdörfer, 2004). Renodlade företag har generellt värderats högre än blandade bolag (Leimdörfer, 1998b).

Motiv till skillnaden i avkastningskrav för fastigheter och fastighetsaktier

Valet mellan fastighetsaktier eller direktinvestering i fastigheter antas bero på vilket alternativ som ger högst förväntad riskjusterad avkastning. Detta får antas vara sant åtminstone för institutionella investerare. De två investeringsalternativen är förenade med olika finansiell risk och därför är också avkastningskravet olika. Tänkbara motiv till skillnader i risk och avkastningskrav kan härledas ur skillnader i marknadernas och tillgångarnas natur.

På börsen omvärderas aktierna kontinuerligt av investerarna både på kort och lång sikt. Det är dock endast en bråkdel av aktiestocken som värderas och ett bud på samtliga aktier ligger normalt inte i nivå med sist noterat aktiepris. Aktiemarknaden värderar inte aktier enbart efter förväntad utdelning och utdelningstillväxt. Spekulation och ryktesspridning kan på kort sikt ge upphov till omotiverade prisfluktuationer. Aktiekurser kan reagera på förändringar i bolagens strategi, ledning, struktur eller organisation. Aktiepriser kan också påverkas av det allmänna börsklimatet, t.ex. amerikanska styrräntor eller politisk instabilitet (Leimdörfer, 1997).

Företagens fastigheter omvärderas som högst en gång per kvartal och då värderas de på lång sikt och utifrån långsiktigt hållbara driftnetton. Fastighetsvärderingen tar inte hänsyn till förändringar i bolagens strategi, ledning, struktur eller organisation.

Varken aktiemarknaden eller fastighetsmarknaden är helt effektiv, varför aktiekurser och fastighetsvärderingar inte alltid återspeglar det teoretiskt motiverade avkastningskravet. Det är därför intressant att jämföra teoretiskt motiverat börsvärde med observerat börsvärde. Svårigheten att fastställa det motiverade avkastningskravet och felmarginalen i värderingsmetoderna gör det dock svårt att med precision dra korrekta slutsatser ur analysen. (Hägg, 1990)

Eftersom värdeutvecklingen för fastighetsbolag kan växla starkt mellan olika år är skillnader mellan enskilda år av mindre intresse. Jämförelser på längre sikt och av årsvis utveckling företag emellan är däremot mer intressant. Skillnader i substansvärdets utveckling kan därför vara värda att studera, speciellt under ett längre perspektiv. (Hansson, 2006)

Aktiekurser fluktuerar på ett sätt som fastighetspriser inte gör. Aktiepriser oscillerar troligen kring substansvärdet varför substansvärde per aktie torde vara ett bra mått på långsiktigt motiverad börskurs. (Hägg, 1991)

2.5.5 Substansvärdeberäkning enligt ekonomisk teori

För att snabbt och schablonmässigt beräkna substansvärdet för ett företag används en av företagets offentliggjorda balansräkningar. Företaget kan ha ett flertal olika

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

upprättade balansräkningar: den av stämman fastställda balansräkningen, en till grund för deklarationen, och/eller en justerad balansräkning där tillgångarna tas upp till verkligt värde. En fastställd balansräkning i t.ex. företagets årsredovisning lyder under bokföringslagens regler, vilket innebär att tillgångar och skulder normalt tagits upp till s.k. bokfört värde. Vid bedömning av substansvärdet utifrån en fastställd balansräkning bör därför tillgångar och skulder justeras. Tillgångarna omvärderas då till verkligt värde, antingen återanskaffningskostnaden eller marknadsvärdet. Justeringen är alltså en egen bedömning av den bokförda tillgångens marknadsvärde. Substansvärdet kan anges med eller utan latent skatteskuld. För räkneexempel se Appendix. (Hult, 1998)

Eftersom substansvärdet normalt beräknas utifrån justerade marknadsmässiga värden på tillgångar och skulder kan substansvärdet sägas vara lika med justerat eget kapital. Det är dock inte entydigt definierat exakt hur justeringen ska genomföras. Substansvärdet beräknas för det mesta med utgångspunkt i fortsatt drift (going concern-principen), men det kan också beräknas som likvidationsvärdet (avvecklingsvärdet) eller replikeringsvärdet (återanskaffningskostnaden). Utgångspunkten för hur marknadsvärderingen ska genomföras kan ge stort utslag på det beräknade substansvärdet. Utan att i detalj gå in på hur justeringen går till kan substansvärdet schablonmässigt teoretiskt beräknas enligt nedan. (Holmström, 1997)

Redovisat eget kapital
+ Obeskattade reserver
+ Undervärderade tillgångar (dolda reserver)
– Övervärden tillgångar
+ Övervärderade skulder
– Undervärderade skulder
– Latent skatt (f.n. 26.3 %)
= Substansvärde

Skatt och förlustavdrag

Teoretiskt avvecklingsvärde är 26,3 procent latent skatt. Going concern-principen innebär dock att möjligheten till förlustavdrag och försäljning av fastigheter i bolagsform gör att beskattningsnivån på övervärden reduceras till 10-20 procent. Det bedöms alltså som osannolikt att ett fastighetsföretag någonsin skulle behöva betala full skatt på övervärdet. Eventuella övervärden efter avdrag för förlustavdrag kan nuvärdesberäknas med hjälp av WACC. (SFF, 2009)

Övrig substans som t.ex. aktier tas sällan upp i samband med beräkning av substansvärdet. Motiveringen är att värdena är obetydliga i sammanhanget och att de inte tillhör kärnverksamheten.

2.5.6 Substansvärdeberäkning i praktiken

För att komma närmare hur substansvärdet för börsnoterade fastighetsbolag bör beräknas i praktiken exemplifieras här hur företagen själva väljer att beräkna substansvärdet i sina årsredovisningar.

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering vid värdering av fastighetsaktier

Atrium Ljungberg

”Då tillgångar och skulder är redovisade till verkligt värde, med undantag för uppskjuten skatt som fr.o.m. 2008-12-31 redovisas till 26,3 procent, kan substansvärdet beräknas utifrån balansräkningens eget kapital. Dock bör hänsyn tas till att den effektiva skatten är lägre än 26,3 procent till följd av att fastigheter kan avyttras genom skattefri försäljning av aktier i dotterbolag.” (Atrium Ljungberg, 2008)

Atrium Ljungberg bedömer att den effektiva skatten långsiktigt är lägre än 26,3 procent. Den latent skatteskulden beräknas därför om med hjälp av en schablonskatt om 10 procent på skattemässigt övervärde. Substansvärdet beräknas som:

Redovisat eget kapital, Mkr	8 496
Återläggning goodwill, Mkr	-458
Återläggning redovisad uppskjuten skatt, Mkr	2 220
Substansvärde vid 0 % uppskjuten skatt, Mkr	10 258
Uppskjuten skatt 10 %, Mkr	-844
Substansvärde vid 10 % uppskjuten skatt, Mkr	9 414
Substansvärde vid 10 % uppskjuten skatt, kr/aktie	72

Eftersom förvaltningsfastigheter redovisas till verkligt värde görs ingen justering av anläggningstillgångarnas bokförda värden. Därefter görs avdrag för koncerngoodwill eftersom den inte utgör del av substansvärdet. Uppskjuten skatteskuld återlägg i sin helhet och räknas sedan om med en schablonskatt om 10 procent.

Castellum

”Då tillgångar och skulder är värderade till verkligt värde kan substansvärdet beräknas utifrån balansräkningens egna kapital. Dock bör hänsyn tas till att den effektiva skatten är lägre än den redovisade nominella skattesatsen om 26,3 % på grund av dels möjligheten att sälja fastigheter på ett skatteeffektivt sätt, dels tidsfaktorn som medför att skatten skall diskonteras. För närvarande görs bedömningen att den diskonterade verkliga skatteskulden uppgår till ca 5 %. (Castellum, 2008)

Castellum bedömer att den effektiva skatten långsiktigt är lägre än 26,3 procent. Den latent skatteskulden beräknas därför om med hjälp av en schablonskatt om 5 procent på skattemässigt övervärde. Substansvärdet beräknas som:

Redovisat eget kapital, Mkr	10 049
Återläggning redovisad uppskjuten skatt, Mkr	2 785
Substansvärde vid 0 % uppskjuten skatt, Mkr	12 834
Uppskjuten skatt 5 %, Mkr	-529
Substansvärde vid 5 % uppskjuten skatt, Mkr	12 305
Substansvärde vid 10 % uppskjuten skatt, kr/aktie	75
Osäkerhetsintervall fastighetsvärdering +/- 5 % efter skatt	+/- 1 385 / 8

Eftersom förvaltningsfastigheter redovisas till verkligt värde görs ingen justering av anläggningstillgångarnas bokförda värden. Däremot redovisas efter osäkerhets-

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

intervall för fastighetsvärderingen efter skatt. Uppskjuten skatteskuld återläggs i sin helhet och räknas sedan om med en schablonskatt om 5 procent.

Fabege

Fabege för inget resonemang kring substansvärdets beräkning utan konstaterar bara att eget kapital per aktie 2008 uppgår till 60 kr och att substansvärdet exklusive uppskjuten skatt på övervärde fastigheter uppgår till 67 kr. Substansvärdet har då beräknats enligt följande:

Redovisat eget kapital, Mkr	9 873
Återläggning redovisad uppskjuten skatt, Mkr	1 136
Substansvärde vid 0 % uppskjuten skatt, Mkr	11 009
Substansvärde vid 0 % uppskjuten skatt, kr/aktie	67

Outtalat görs då bedömningen att redovisat eget kapital upptagit till verkligt värde är att betrakta som företagets substansvärde. Substansvärdet kan dock anges med eller utan latent skatteskuld.

Hufvudstaden

”Vid substansvärdeberäkningen har använts en kalkylmässigt beräknad uppskjuten skatt. Denna har antagits till 10 procent på skillnaden mellan bedömt verkligt värde och skattemässigt restvärde för fastigheterna och har bedömts mot bakgrund av gällande skattelagstiftning, som innebär att fastigheter kan säljas via aktiebolag utan skattekonsekvenser. Köparen tappar dock avskrivningsunderlag, vilket kan motivera en viss kompensation, som här har antagits till 10 procent.”

Hufvudstaden bedömer alltså att den effektiva skatten långsiktigt är lägre än 26,3 procent. Den latent skatteskulden beräknas därför om med hjälp av en schablonskatt om 10 % på uppskjuten skatteskuld. Substansvärdet beräknas som:

Redovisat eget kapital, Mkr	10 900
Återläggning latent skatteskuld, Mkr	4 400
Substansvärde vid 0 % uppskjuten skatt, Mkr	15 300
Latent skatteskuld 10 %, Mkr	-1 700
Substansvärde vid 10 % uppskjuten skatt, Mkr	13 700
Substansvärde vid 10 % uppskjuten skatt, kr/aktie	66

Eftersom förvaltningsfastigheterna är redovisade till verkligt värde behöver inte bokförda värden justeras. Uppskjuten skatteskuld återläggs inte i sin helhet, vilket skiljer Hufvudstadens beräkning från de övriga företagens. Istället återläggs endast den del av uppskjuten skatteskuld som kan hänföras till förvaltningsfastigheterna.

Kungsleden

Kungsleden redovisar inga uppgifter om substansvärde. Däremot redovisas eget kapital per aktie. Det förs inte heller något resonemang om att den uppskjutna skatteskulden långsiktigt är mindre än den bokförda.

Slutsatser gällande fastighetsföretagens substansvärdeberäkningar

De flesta av de studerade fastighetsbolagen anser att redovisat eget kapital inte behöver justeras eftersom förvaltningsfastigheter redovisas till verkligt värde. De flesta av företagen verkar också anse att den redovisade uppskjutna skatteskulden bör minskas vid substansvärdeberäkning. Den långsiktigt effektiva skatten är någonstans mellan noll och tio procent. Eventuella goodwillvärden har dragits av från substansvärdet.

Hufvudstaden återlägger inte hela den uppskjutna skatteskulden så som Atrium Ljungberg och Castellum. Istället återläggs bara den del av skatteskulden som är hänförlig till orealiserade värdeökningar hos fastigheterna. Detta är också mer teoretiskt riktigt. Att återlägga hela skatteskulden gör i praktiken ett utslag på ett par procent på substansvärdet. För Kungsleden och Fabege som istället för skatteskuld redovisar skattefordran i balansräkningen finns ingen uppskjuten skatteskuld att återlägga. Däremot redovisar alla företag latent skatteskuld hänförlig till orealiserade övervärden på fastigheter i årsredovisningarnas noter. I kvartalsrapporterna finns dock inga noter att tillgå.

Fabege har inte beaktat redovisad eventalförpliktelse med avseende på pågående skattetvist i sin substansvärdeberäkning. Teoretiskt ska ansvarsförbindelser som denna påverka substansvärdet om det är sannolikt att den kommer att belasta företaget.

2.5.7 Förslag till metod för schabloniserad substansvärdeberäkning

Eftersom fastigheterna redovisas till verkligt värde finns inte längre någon anledning att justera värdet för förvaltningsfastigheter vid schabloniserad substansvärdeberäkning. Vid djupare analys bör dock fastigheternas värde kontrolleras åtminstone på portföljnivå med långsiktigt hållbara antagna driftnetton.

Den uppskjutna skatteskulden bör sannolikt reduceras vid beräkning av substansvärdet. Att den långsiktigt effektiva skattesatsen ligger närmare tio procent är ett antagande som går igen hos både fastighetsbolag och i analytiker kåren. Den latent skatteskulden bör egentligen beräknas på fastigheternas orealiserade övervärde och inte på redovisad uppskjuten skatteskuld. Av praktiska skäl kan det dock vara enklare att utgå ifrån den i balansräkningen redovisade uppskjutna skatteskulden. I kvartalsrapporter finns inte heller några noter som redovisar latent skatteskuld hänförlig till orealiserat övervärde på fastigheter. I de fall då företagen i balansräkningen redovisar skattefordran istället för skatteskuld är det dock nödvändigt att se till noterna för att se den latent skatteskuldens storlek.

Goodwill och eventalförpliktelser ska dras ifrån det redovisade egna kapitalet vid substansvärdeberäkning. Vid beräkning av substansvärde per aktie används totalt utestående aktier vid perioden slut innan utspädnings effekter.

3 EMPIRI

I det här kapitlet beräknas hur substansvärdet har utvecklats för de fem största börsnoterade fastighetsbolagen sedan införandet av redovisningarna IAS 40, Investment Property. Företagen är Atrium-Ljungberg, Castellum, Fabege, Hufvudstaden och Kungshuset. Beräkningarna har gjorts utifrån respektive företags årsredovisningar och kvartalsrapporter mellan tidsperioden 2005-12-31 till 2009-06-30. För fullständig redogörelse för beräknade substansvärden se Appendix.

3.1 Atrium-Ljungberg

Företagspresentation

Atrium Ljungberg AB bildades 2006 genom sammanslagning av LjungbergGruppen AB och Atrium Fastigheter AB. Fastighetsbeståndet består huvudsakligen av handels- och kontorsfastigheter, men också av en mindre andel bostäder. Av hyresintäkterna kommer 78 procent ifrån Stockholmsområdet, 11 procent från Uppsala och Mälardalen och 6 procent från Malmö. Handelsfastigheterna som indelas i regionala köpcentrum, citygallerior och storbutikshandelsplatser står för 56 procent av hyresintäkterna. Kontorsfastigheterna står för 31 procent av intäkterna. Välkända fastighetsobjekt är Glashuset vid Slussen i Stockholm, PUB Stockholm, Sickla Galleria i Nacka och Mobilia i Malmö.

Substansvärde

Atrium Ljungbergs substansvärdeutveckling har nedan beräknats kvartalsvis utifrån offentliggjorda årsredovisningar och kvartalsrapporter enligt följande räkneexempel:

Substansvärdeberäkning	2008-12-31
Eget kapital, Mkr	8496
Goodwill, Mkr	-458
Latent skatteskuld, Mkr	2220
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	<u>-844</u>
Substansvärde, Mkr	9413
Antal aktier, tusental	130157
Substansvärde per aktie, kr	72
Börskurs, kr	63
Substansrabatt, %	13

	Q2	Q1	09	Q3	Q2	Q1	08	Q3	Q2	Q1	07	Q3	Q2	Q1	06	Q3	Q2	Q1	05
SV	70	72	72	72	79	81	80	80	71	68	68	22	21	20	20	17	17	18	17
BV	58	64	63	72	78	69	64	72	97	90	84	24	20	25	23	22	24	22	17
%	18	12	13	0	1	15	20	10	-37	-32	-24	-11	5	-21	-12	-30	-46	-22	1

Tabell 1 - Aktiens substansvärdeutveckling och börskurs kvartalsvis i kronor per aktie. Substansrabatt i procent. Negativt värde anger substanspremie.

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

För 2006 redovisas Ljungberggruppens substansvärde innan sammanslagningen med Atriumfastigheter.

3.2 Castellum

Företagspresentation

Castellum består av de sex helägda dotterföretagen Aspholmen fastigheter AB, Briggen, Brostaden, Corallen, Eklandia Fastighets AB och Harry Sjögren AB. Genom dessa företag har Castellum lokal förankring i regionerna Storgöteborg, Öresundsområdet, Storstockholm, Mälardalen och Östra Götaland. Värdemässigt är beståndet störst i Storgöteborg, 33 procent, Öresundsområdet, 23 procent och Storstockholm, 19 procent. Fastighetsbeståndet utgörs av lokaler för kontor, butik, lager, logistik och industri. Kontor och butik utgör 64 procent av fastighetsbeståndets värde, lager och industri 31 procent. Kända fastighetsobjekt är bl.a. Hansagallerian i Malmö.

Substansvärde

Castellums substansvärdeutveckling har nedan beräknats kvartalsvis utifrån offentliggjorda årsredovisningar och kvartalsrapporter enligt följande räkneexempel:

Substansvärdeberäkning	2008-12-31
Eget kapital, Mkr	10049
Goodwill, Mkr	
Latent skatteskuld, Mkr	2785
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-1059
Substansvärde, Mkr	11775
Antal aktier, tusental	164000
Substansvärde per aktie, kr	72
Börskurs, kr	61
Substansrabatt, %	15

	Q2	Q1	09	Q3	Q2	Q1	08	Q3	Q2	Q1	07	Q3	Q2	Q1	06	Q3	Q2	Q1	05
SV	68	67	72	77	79	78	81	77	75	71	73	67	65	62	63	59	57	54	55
BV	49	46	61	60	58	73	67	80	83	101	91	83	74	82	72	72	80	58	60
%	28	32	15	22	27	7	18	-4	-10	-41	-25	-25	-13	-32	-15	-22	-39	-7	-8

Tabell 2 - Aktiens substansvärdeutveckling och börskurs kvartalsvis i kronor per aktie. Substansrabatt i procent. Negativt värde anger substanspremie.

3.3 Fabege

Företagspresentation

Dagens Fabege är ett rent stockholmsbaserat företag som uppkom 2005 genom att Wihlborgs Fastigheter som året innan förvärvat det tidigare Fabege bytte namn. Öresundsverksamheten avknoppades samtidigt och fick behålla namnet Wihlborgs. År 2006 förvärvades Fastighets AB Tornet, vilket ytterligare stärkte Fabeges position på stockholmsmarknaden. Fastighetsinnehavet består nästan uteslutande av kontors- och butikslokaler i Stockholm innerstad, Solna och Hammarby Sjöstad. Välkända profilfastigheter är DN huset och Wennergren Center

Substansvärde

Fabeges substansvärdeutveckling har nedan beräknats kvartalsvis utifrån offentliggjorda årsredovisningar och kvartalsrapporter enligt följande räkneexempel:

Substansvärdeberäkning	2008-12-31
Eget kapital, Mkr	9873
Goodwill, Mkr	
Latent skatteskuld, Mkr	1136
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-432
Eventualförpliktelse, Mkr	-1419
Substansvärde, Mkr	9158
Antal aktier, tusental	164382
Substansvärde per aktie, kr	56
Börskurs, kr	30
Substansrabatt, %	46

Eventualförpliktelse hänförlig till pågående skattetvist, ses som ansvarsförbindelse.

	Q2	Q1	09	Q3	Q2	Q1	08	Q3	Q2	Q1	07	Q3	Q2	Q1	06	Q3	Q2	Q1	05
SV	54	53	56	62	64	67	67	67	66	74	74	74	72	76	70	65	65	74	77
BV	41	29	30	39	40	65	69	82	82	105	107	94	78	96	89	81	99	96	79
%	24	45	46	37	37	4	-2	-22	-24	-43	-44	-26	-8	-26	-26	-25	-53	-30	-3

Tabell 3 - Aktiens substansvärdeutveckling och börskurs kvartalsvis i kronor per aktie. Substansrabatt i procent. Negativt värde anger substanspremie.

3.4 Hufvudstaden

Företagspresentation

Hufvudstaden grundades 1915 och har idag ett starkt koncentrerat bestånd av kommersiella fastigheter i Stockholms och Göteborgs mest attraktiva affärslägen. Intäkterna är förhållandevis jämt fördelade mellan kontorslokaler och restaurang- och butikslokaler. Hufvudstaden är börsens högst värderade fastighetsföretag. Kända profilbyggnader är NK i Stockholm och Femman i Göteborg.

Substansvärde

Hufvudstadens substansvärdeutveckling har nedan beräknats kvartalsvis utifrån offentliggjorda årsredovisningar och kvartalsrapporter enligt följande räkneexempel:

Substansvärdeberäkning	2008-12-31
Eget kapital, Mkr	10950
Goodwill, Mkr	
Uppskjuten skatteskuld, Mkr	4607
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	1752
Substansvärde, Mkr	17309
Antal aktier, tusental	206266
Substansvärde per aktie, kr	84
Börskurs, kr	55
Substansrabatt, %	34

	Q2	Q1	09	Q3	Q2	Q1	08	Q3	Q2	Q1	07	Q3	Q2	Q1	06	Q3	Q2	Q1	05
SV	78	80	84	87	90	91	92	84	83	76	87	71	70	66	67	62	61	58	63
BV	48	42	55	53	58	63	62	70	79	80	78	62	55	65	52	52	58	50	48
%	39	47	34	39	35	31	33	17	5	-5	10	13	22	2	22	16	5	14	23

Tabell 4 - Aktiens substansvärdeutveckling och börskurs kvartalsvis i kronor per aktie. Substansrabatt i procent. Negativt värde anger substanspremie.

3.5 Kungsleden

Företagspresentation

Kungsleden förvaltar fastigheter i över 130 kommuner runt om landet. En stor del av fastighetsbeståndet utgörs av verksamhetslokaler för offentligt finansierad verksamhet. Äldreboenden utgör 28 procent av det totala fastighetsvärdet, skolor 18 procent, industrilokaler 20 procent, kontor och butiker gemensamt 16 procent. Kungsleden utmärker sig genom att inte ha någon geografisk avgränsning för sitt verksamhetsområde. Istället är riskjusterad avkastning avgörande för vilka fastigheter som ingår i beståndet.

Substansvärde

Kungsledens substansvärdeutveckling har nedan beräknats kvartalsvis utifrån offentliggjorda årsredovisningar och kvartalsrapporter enligt följande räkneexempel:

Substansvärdeberäkning	2008-12-31
Eget kapital, Mkr	7065
Goodwill, Mkr	-193
Uppskjuten skatteskuld, Mkr	1432
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	<u>-544</u>
Substansvärde, Mkr	7759
Antal aktier, tusental	136502
Substansvärde per aktie, kr	57
Börskurs, kr	54
Substansrabatt, %	5

	Q2	Q1	09	Q3	Q2	Q1	08	Q3	Q2	Q1	07	Q3	Q2	Q1	06	Q3	Q2	Q1	05
SV	58	58	57	68	67	74	72	75	73	78	76	64	61	57	55	40	38	35	34
BV	36	32	54	44	45	74	72	83	88	126	105	84	84	99	77	29	29	45	35
%	38	44	5	35	33	0	0	-10	-21	-62	-38	-31	-37	-74	-41	28	24	-28	-3

Tabell 5 - Aktiens substansvärdeutveckling och börskurs kvartalsvis i kronor per aktie. Substansrabatt i procent. Negativt värde anger substanspremie.

4 RESULTAT

4.1 Hur beräknas substansvärdet för börsnoterade fastighetsbolag

För att schablonmässigt beräkna substansvärdet för ett börsnoterat fastighetsföretag används bokförda värden i företagets officiella koncernbalans i årsredovisning eller kvartalsrapport. Eftersom samtliga fastighetsföretag på börsen numera redovisar förvaltningsfastigheter till verkligt värde finns inte längre någon anledning att justera tillgångarnas bokförda värde. Orealiserade värdeförändringar är i koncernbalansen redan fördelade på eget kapital och uppskjuten skatteskuld enligt gällande skattesats.

Substansvärdet kan anges med eller utan latent skatteskuld. Tidsfaktorn, under-skottavdrag och möjligheten att sälja fastigheter i bolagsform gör det osannolikt att fastighetsbolag någonsin skulle behöva betala full bolagsskatt på orealiserade övervärden. Därför är praxis att en schablonskatt om 10 procent används istället för gällande skattesats (för närvarande 26,3 procent). Koncerngoodwill och ansvarsförbindelser som sannolikt kan komma att infrias ska dras av från substansvärdet.

Redovisat eget kapital

- Eventuell goodwill

- Eventuella ansvarsförbindelser

+ Uppskjuten skatteskuld

- Beräknad latent skatteskuld om 10 % av orealiserat övervärde på fastigheter

= Substansvärde

Substansvärde per aktie beräknas genom att substansvärdet delas med antal utestående aktier före utspädningseffekt.

4.2 Hur stor är substansrabatten för de börsnoterade fastighetsbolagen

Tidigare studier visar att substansrabatten varierat kraftigt, dels över tiden och dels mellan olika bolag. Fastighetsbolagen handlades till rabatt mellan åren 1996 till 2004. Denna studie visar att flera av fastighetsbolagen har handlats till premie från slutet av 2004 till och med tredje kvartalet 2007. Från och med första kvartalet 2008 handlas samtliga studerade bolag åter till rabatt.

Aktie	Q2	Q1	09	Q3	Q2	Q1	08	Q3	Q2	Q1	07	Q3	Q2	Q1	06	Q3	Q2	Q1	05
LJGR B	18	12	13	0	1	15	20	10	-37	-32	-24	-11	5	-21	-12	-30	-46	-22	1
CAST	28	32	15	22	27	7	18	-4	-10	-41	-25	-25	-13	-32	-15	-22	-39	-7	-8
FABG	24	45	46	37	37	4	-2	-22	-24	-43	-44	-26	-8	-26	-26	-25	-53	-30	-3
HUFV A	39	47	34	39	35	31	33	17	5	-5	10	13	22	2	22	16	5	14	23
KLED	38	44	5	35	33	0	0	-10	-21	-62	-38	-31	-37	-74	-41	28	24	-28	-3

Tabell 6 - De börsnoterade fastighetsaktiernas substansrabatt angiven kvartalsvis i procent. Negativt värde anger substanspremie.

4.3 När är substansrabatt motiverat för börsnoterade fastighetsbolag

Tidigare studier visar att en viss substansrabatt för fastighetsaktier normalt är motiverad pga. dubbelbeskattningen och merkostnad för central administration. En studie genomförd av Leimdörfer från år 2000 visar att en substansrabatt på 15 procent är motiverad för att väga upp nackdelarna med indirekt ägande jämfört med direkt ägande av fastigheter. En substanspremie kan också vara motiverad om fastighetsföretaget genom sin specialistkompetens kan prestera en överavkastning på fastighetsbeståndet jämfört med vad som är normalt vid direktinvesteringar. För att motivera en premie på ca 13 procent krävs ett genererat mervärde om strax över 1,2 procent av fastighetsvärdet.

Jämförelsen mellan avkastning för fastighetsaktier och direktägda fastigheter ligger nära till hands, men de två investeringsalternativen är inte helt likvärdiga och därför inte heller direkt jämförbara. På kort sikt uppvisar aktiemarknaden fluktuationer som inte motsvaras av liknande värdeförändringar på fastighetsmarkanden. På lång sikt är det dock sannolikt att börsvärdet oscillerar kring substansvärdet. Skillnaden i avkastningskrav mellan direkta och indirekta fastighetsinvesteringar gör tyvärr bilden svåranalyserad. Dessutom tillkommer svårigheten i att beräkna marknadens avkastningskrav.

4.4 Fyller fastighetsvärdering någon funktion vid värdering av fastighetsaktier

Att studera substansvärdeutvecklingen för börsnoterade fastighetsföretag kan vara ett sätt att snabbt bedöma om det kan tänkas föreligga köp- eller säljtillfälle. I likhet med andra aktierelaterade nyckeltal är substansrabatten en indikator på om aktien är värd att studera närmare. Eftersom börsen på lång sikt inte omotiverat kan avvika från fastighetsmarknadens värdering av fastighetstillgångarna är substansvärdering vid sidan om kassaflödesanalysen den lämpligaste metoden för värdering av fastighetsaktier. Substansvärderingen är i sin tur helt beroende av noggrannheten i fastighetsvärderingen vid bestämmande av tillgångarnas värde.

Sedan införandet av IAS 40 år 2005 redovisar samtliga börsnoterade fastighetsbolag förvaltningsfastigheter till verkligt värde. Detta har möjliggjort en schablonmässig substansvärdering av fastighetsaktier som torde hålla en relativt hög kvalitet. Vid djupare analyser är kunskaper i fastighetsvärdering en förutsättning för en rättvisande substansvärdering. För fastighetsbolag med illikvida tillgångar är kassaflödesanalysen av större värde eftersom det då är svårare att fastställa fastigheternas marknadsvärde. Att med hjälp av fastighetsvärdering studera värdet av fastighetsföretagets tillgångar är därför ett alternativ eller ett komplement till kassaflödesanalys på koncernnivå.

5 DISKUSSION

5.1 Reflektioner kring substansvärdering som analysmetod vid värdering av fastighetsaktier

Beräkning av substansvärden kan fylla två syften vid värdering av fastighetsaktier. Det första, som vid beräkning av andra aktierelaterade nyckeltal, är att snabbt göra en grov bedömning om börsens värdering av aktien är motiverad eller inte. Alternativt kan nyckeltal användas till att jämföra och rangordna olika företag. Det andra syftet kan vara som ett reellt alternativ till den traditionella fundamentala analysen av fastighetsbolag, dvs. kassaflödesanalys på koncernnivå. Analytiker använder sig i första hand helst av kassaflödesanalysen eftersom den kan tillämpas på alla typer av företag och att den i likhet med börsens värdering bedömer framtida avkastning.

Substansvärderingen uppfattas ofta som ett historiskt ögonblicksmått utan någon egentlig koppling till framtida kassaflöden. En noggrant utförd substansvärdering skiljer sig dock i praktiken inte särskilt mycket ifrån en kassaflödesberäkning på koncernnivå. Värdering av kommersiella fastigheter utförs normalt genom en nuvärdesberäkning av fastighetens kassaflöden på fem till tio års sikt. Som kalkylränta används marknadens avkastningskrav som i regel härleds med hjälp av ortsprismaterial. Indirekt är alltså substansvärderingen inte ett ögonblicksmått utan en prognos över framtida förväntad avkastning precis som kassaflödesanalysen på koncernnivå.

Huruvida substansvärderingen är en praktisk metod vid analys av fastighetsföretag och fastighetsaktier beror på tillvägagångssättet. En noggrann substansvärdering skulle innebära att fastigheterna värderades var för sig, vilket är ett omfattande och tidskrävande arbete. En värdering på portföljnivå eller koncernnivå kan då ses som en förenklad värdering, men som troligtvis är mer ändamålsenlig och kanske också mer rättvisande för företaget som helhet.

Osäkerhetsintervallet på fem till tio procent vid fastighetsvärderingar borde i lika hög grad gälla för kassaflödesberäkningar på portfölj eller koncernnivå. Analytiker ställer sig ofta tveksamma till fastighetsvärdering, troligtvis för att de själva inte har praktisk möjlighet att bedöma värderingen, eller för att de misstänker att värdena av bokföringsmässiga skäl inte avspeglar verkligt värde. En analytiker måste alltid göra en egen bedömning. Om valet då står mellan substansvärdering eller kassaflödesanalys på portfölj- eller koncernnivå borde det rationella valet vara någon av de två sistnämnda. Substansvärderingen blir då snarare ett komplement till kassaflödesberäkningen och inte lika noggrant genomförd som den skulle kunna vara.

Slutsatsen blir att substansvärdering av fastighetsaktier troligtvis är en minst lika bra metod som kassaflödesanalysen. Av praktiska skäl lämpar den sig dock bättre för att utföra mer schablonartade analyser, t.ex. genom att använda redan befintliga fastighetsvärderingar, eller att den utförs på portföljnivå som stöd för kassaflödesanalysen på koncernnivå.

5.2 Förslag på ny forskning

En substansrabatt kan vara motiverad eller inte och det är svårt att avgöra om en observerad rabatt är en köpsignal eller inte. Det vore därför intressant att närmare studera storleken av motiverade substansrabatter och substanspremier. Om motiverade rabatter kan härledas till dubbelbeskattning och merkostnader för central administration skulle det vara intressant att i detalj studera det sambandet. Det samma gäller för den omvända situationen där premier sägs kunna vara motiverade av överavkastning. Det vore också intressant att studera om schabloniserad fastighetsvärdering på portföljnivå ligger närmare börsvärdet än substansvärdering utifrån redovisade värden.

En annan aspekt som kan förtjäna belysning är hur börsnoterade fastighetsbolag kan utnyttja perioder med hög substansrabatt för att återköpa aktier som alternativ till att investera i nya fastigheter. Att aktivt återköpa aktier som en medveten strategi borde vara intressant för fastighetsföretag under perioder med omotiverad rabatt. Det skulle också kunna vara ett skydd mot att bli uppköpt. Omvänt kan aktier emitteras under perioder av omotiverad premie för att finansiera nya fastighetsförvärv. Eftersom fastighetsföretagen sannolikt har mycket god möjlighet att avgöra det verkliga värdet av fastigheterna borde de kunna utnyttja detta för att göra fördelaktiga återköp av egna aktier.

6 LITTERATURLISTA

- Booth, G. Broussard, J. Loistl, O. 1997. *Earnings and stock returns: evidence from Germany*. Artikel. *European Accounting Review* nr 4. London. Routledge
- Finansinspektionen. 2008. *FFFS 2008:28, Föreskrifter och allmänna råd om årsredovisning i försäkringsföretag*. Internet. www.fi.se
- Hansson, S. Arvidsson, P. Lindquist, H. 2006. *Företags- och räkenskapsanalys*. Författarna och Studentlitteratur
- Holmström, Nancy. 1997. *Ekonomisk uppslagsbok*. Falun. Wahlström & Widstrand
- Hult, M. 1998. *Värdering av företag*. Stockholm. Liber Ekonomi
- Hägg, C 1989. *Värdering av aktier*. Lund. Studentlitteratur
- Hägg, C. 1990. *Fastigheter och fastighetsaktier*. Lund. Studentlitteratur
- Hägg, C. 1991. *Företagsvärdering*. Lund. Studentlitteratur
- Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet. 2006. *Fastighetsvärdering*. Gävle. LMV-rapport 2006:10
- Leimdörfer, Bernhardtson, Westerberg & Partners. 1996. *Analysartikel 1:96, Fastighetsbolagen – åter i fokus för placerarnas intresse*. Internet. www.leimdorfer.se
- Leimdörfer, Bernhardtson, Westerberg & Partners. 1997. *Analysartikel 1:97, Fastighetsindex*. Internet. www.leimdorfer.se
- Leimdörfer, Bernhardtson, Westerberg & Partners. 1998a. *Analysartikel 1:98, Kassaflödesvärdering av fastighetsbolag*. Internet. www.leimdorfer.se
- Leimdörfer, Bernhardtson, Westerberg & Partners. 1998b. *Analysartikel 1:98, Pandox substans- och kassaflödesvärden*. Internet. www.leimdorfer.se
- Leimdörfer, Bernhardtson, Westerberg & Partners. 2000. *Analysartikel 1:2000, Rabatt på fastighetsaktier motiverad*. Internet. www.leimdorfer.se
- Leimdörfer, Bernhardtson, Westerberg & Partners. 2001. *Analysartikel 1:2001, Faktorer som påverkar värderingen av noterade fastighetsbolag*. Internet. www.leimdorfer.se
- Leimdörfer, Bernhardtson, Westerberg & Partners, analysartikel. 2004. *Analysartikel 1:2004, Hälften så många, dubbelt så bra?*. Internet. www.leimdorfer.se

Näringslivets Börskommitté. 1984. *Rekommendationer om ändrad resultaträkning, nyckeltalsberäkning m.m.* Stockholm. Näringslivets Börskommitté

Redovisningsrådet. 2000. *Redovisningsrådets Rekommendationer 18* Resultat per aktie. Stockholm. RR 18

Redovisningsrådet. 2002. *Redovisningsrådets Rekommendationer 24* Förvaltningsfastigheter. Stockholm. RR 24

SFI. Svenskt Fastighetsindex. 2007. *Värderingshandledning för SFI/IPD Svenskt Fastighetsindex*. Internetpublikation

SFF. Sveriges Finansanalytikers Förening. 2000. *Företagsvärderingsmodeller – variationer på samma tema*. Stockholm. Sveriges Finansanalytikers Förening

SFF. Sveriges Finansanalytikers Förening. 2009. *Finansanalytikernas rekommendationer 2009*. Vingåker. Sveriges Finansanalytikers Förening

Wallentin, C. 2006. *Ekonomernas uppslagsbok*. Lund. Liber AB

Års- och kvartalsrapporter

Atrium Ljungberg. 2004 - 2009. www.atriumljungberg.se

Castellum. 2004 - 2009. www.castellum.se

Fabege. 2004 - 2009. www.fabege.se

Hufvudstaden. 2004 - 2009. www.hufvudstaden.se

Kungsleden. 2004 - 2009. www.kungsleden.se

7 APPENDIX

7.1 Substansvärdering utifrån balansräkning

Exempel på substansvärdering utifrån balansräkning (Hult, 1998)

+ Justerade tillgångar enligt Balansräkningen
- Justerade skulder enligt Balansräkningen
= Substansvärdet

	Bokfört värde Mkr	Justering kk	Justerat värde Mkr
TILLGÅNGAR			
<i>Omsättningstillgångar</i>			
Kassa och bank	2,8		2,8
Kundfodringar	3,3		3,3
Övriga tillgångar	0,2	300	0,5
Varulager	3,2	600	3,8
Summa omsättningstillgångar	9,5		10,4
<i>Anläggningstillgångar</i>			
Maskiner och inventarier	2,3	1000	3,3
Byggnader och mark	2,5	-100	2,4
Övriga anläggningstillgångar	0,0	400	0,4
Summa anläggningstillgångar	4,8		6,1
Summa tillgångar	14,3		16,5
SKULDER OCH EGET KAPITAL	Mkr	kk	Mkr
<i>Kortfristiga skulder</i>			
Leverantörsskulder	1,5		1,5
Skatteskuld	0,9	700	1,6
Övriga skulder	0,6	100	0,7
Summa kortfristiga skulder	3,0		3,8
Summa långfristiga lån	0		0
Summa obeskattat kapital (inkl just post)	3,7		5,1
<i>Eget kapital</i>			
Bundet Kapital	0,1		0,1
Fritt Kapital	7,5		7,5
Summa Eget Kapital	7,6		7,6
Summa skulder och Eget kapital	14,3		16,5
Substansvärde	Utan latent skatteskuld		Med latent skatteskuld
Bokförda värden	11,3		10,3
Justerade värden	12,8		11,3

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

7.2 Beräkning av substansvärden

7.2.1 Atrium Ljungberg

Substansvärdeberäkning		2009-06-30	2009-03-31	2008-12-31
Eget kapital, Mkr		8256,2	8506,4	8495,8
Goodwill, Mkr		-458,3	-458,3	-458,3
Latent skatteskuld, Mkr		2183,4	2201,8	2220
Beräknad skatt, 10 %, Mkr		-830,2	-837,2	-844,1
Substansvärde, Mkr		9151,1	9412,7	9413,4
Antal aktier, tusental		130157	130157	130157
Substansvärde per aktie, kr		70	72	72
Börskurs, kr		58	64	63
Substansrabatt, %		18	12	13
Substansvärdeberäkning	2008-09-30	2008-06-30	2008-03-31	2007-12-31
Eget kapital, Mkr	8327,1	9080	9358,4	9259,4
Goodwill, Mkr	-496,8	-483,7	-483,7	-484,5
Latent skatteskuld, Mkr	2391,3	2586,1	2623,3	2637,6
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-854,0	-923,6	-936,9	-942,0
Substansvärde, Mkr	9367,6	10258,8	10561,1	10470,5
Antal aktier, tusental	130157	130157	130157	130157
Substansvärde per aktie, kr	72	79	81	80
Börskurs, kr	72	78	69	64
Substansrabatt, %	0	1	15	20
Substansvärdeberäkning	2007-09-30	2007-06-30	2007-03-31	2006-12-31
Eget kapital, Mkr	8327,1	8146,8	7915,2	7805,1
Goodwill, Mkr	496,8	-521,5	-521,5	-521,5
Latent skatteskuld, Mkr	2391,3	2423,8	2345,7	2337,3
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-854,0	-865,6	-837,8	-834,8
Substansvärde, Mkr	10361,2	9183,5	8901,7	8786,2
Antal aktier, tusental	130157	130157	130157	130157
Substansvärde per aktie, kr	80	71	68	68
Börskurs, kr	72	97	90	84
Substansrabatt, %	10	-37	-32	-24
Substansvärdeberäkning	2006-09-30	2006-06-30	2006-03-31	2005-12-31
Eget kapital, Mkr	2358,5	2323,5	2242	2203,9
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	707,2	703,6	650,9	645,1
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-252,6	-251,3	-232,5	-230,4
Substansvärde, Mkr	2813,1	2775,8	2660,4	2618,6
Antal aktier, tusental	130157	130157	130157	130157
Substansvärde per aktie, kr	22	21	20	20
Börskurs, kr	24	20	25	23
Substansrabatt, %	-11	5	-21	-12

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

Substansvärdeberäkning	2005-09-30	2006-05-30	2005-03-31	2004-12-31
Eget kapital, Mkr	1879,6	1841,5	1999,3	1928,2
Goodwill, Mkr				0,2766829
Latent skatteskuld, Mkr	526,288	515,62	559,804	533,5
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-188,0	-184,2	-199,9	-190,5
Substansvärde, Mkr	2217,9	2173,0	2359,2	2271,4
Antal aktier, tusental	130157	130157	130157	130157
Substansvärde per aktie, kr	17	17	18	17
Börskurs, kr	22	24	22	17
Substansrabatt, %	-30	-46	-22	1

7.2.2 Castellum

Substansvärdeberäkning	2009-06-30	2009-03-31	2008-12-31
Eget kapital, Mkr	9399	9355	10049
Goodwill, Mkr			
Latent skatteskuld, Mkr	2724	2711	2785
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-1035,7	-1030,8	-1058,9
Substansvärde, Mkr	11087,3	11035,2	11775,1
Antal aktier, tusental	164000	164000	164000
Substansvärde per aktie, kr	68	67	72
Börskurs, kr	49	46	61
Substansrabatt, %	28	32	15

Substansvärdeberäkning	2008-09-30	2008-06-30	2008-03-31	2007-12-31
Eget kapital, Mkr	10540	10761	10721	11204
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	3346	3427	3332	3322
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-1195,0	-1223,9	-1190,0	-1186,4
Substansvärde, Mkr	12691,0	12964,1	12863,0	13339,6
Antal aktier, tusental	164000	164000	164000	164000
Substansvärde per aktie, kr	77	79	78	81
Börskurs, kr	60	58	73	67
Substansrabatt, %	22	27	7	18

Substansvärdeberäkning	2007-09-30	2007-06-30	2007-03-31	2006-12-31
Eget kapital, Mkr	10565	10391	9907	10184
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	3180	3066	2823	2723
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-1135,7	-1095,0	-1008,2	-972,5
Substansvärde, Mkr	12609,3	12362,0	11721,8	11934,5
Antal aktier, tusental	164000	164000	164000	164000
Substansvärde per aktie, kr	77	75	71	73
Börskurs, kr	80	83	101	91
Substansrabatt, %	-4	-10	-41	-25

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

Substansvärdeberäkning	2006-09-30	2006-06-30	2006-03-31	2005-12-31
Eget kapital, Mkr	9346	9178	8749	8940
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	2448	2395	2229	2126
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-874,3	-855,4	-796,1	-759,3
Substansvärde, Mkr	10919,7	10717,6	10181,9	10306,7
Antal aktier, tusental	164000	164000	164000	164000
Substansvärde per aktie, kr	67	65	62	63
Börskurs, kr	83	74	82	72
Substansrabatt, %	-25	-13	-32	-15
Substansvärdeberäkning	2005-09-30	2006-05-30	2005-03-31	2004-12-31
Eget kapital, Mkr	8389	8192	7809	8035
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	1991	1914	1705	1659
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-711,1	-683,6	-608,9	-592,5
Substansvärde, Mkr	9668,9	9422,4	8905,1	9101,5
Antal aktier, tusental	164000	164000	164000	164000
Substansvärde per aktie, kr	59	57	54	55
Börskurs, kr	72	80	58	60
Substansrabatt, %	-22	-39	-7	-8

7.2.3 Fabege¹

Substansvärdeberäkning	2009-06-30	2009-03-31	2008-12-31
Eget kapital, Mkr	9675	9463	9873
Goodwill, Mkr			
Latent skatteskuld, Mkr	1009,83	1057,448	1136
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-384,0	-402,1	-431,9
Eventualförpliktelse, Mkr	-1419,0	-1419,0	-1419,0
Substansvärde, Mkr	8881,9	8699,4	9158,1
Antal aktier, tusental	164382	164382	164382
Substansvärde per aktie, kr	54	53	56
Börskurs, kr	41	29	30
Substansrabatt, %	24	45	46

¹ I brist på redovisade värden i kvartalsrapporterna har latent skatteskuld skattats utifrån uppgift om substansvärde vid 0 % skatt.

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

Substansvärdeberäkning	2008-09-30	2008-06-30	2008-03-31	2007-12-31
Eget kapital, Mkr	10646	10976	11597	11415
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	1372,9	1372,2	1349,5	1656
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-490,3	-490,1	-482,0	-591,4
Eventualförpliktelse, Mkr	-1415,0	-1415,0	-1415,0	-1415,0
Substansvärde, Mkr	10113,6	10443,1	11049,5	11064,6
Antal aktier, tusental	164382	164382	164382	164382
Substansvärde per aktie, kr	62	64	67	67
Börskurs, kr	39	40	65	69
Substansrabatt, %	37	37	4	-2
Substansvärdeberäkning	2007-09-30	2007-06-30	2007-03-31	2006-12-31
Eget kapital, Mkr	11027	10946	11752	12177
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	1531,0	1485,3	2088,3	1495
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-546,8	-530,5	-745,8	-533,9
Eventualförpliktelse, Mkr	-977,0	-977,0	-977,0	-977,0
Substansvärde, Mkr	11034,2	10923,8	12117,5	12161,1
Antal aktier, tusental	164382	164382	164382	164382
Substansvärde per aktie, kr	67	66	74	74
Börskurs, kr	82	82	105	107
Substansrabatt, %	-22	-24	-43	-44
Substansvärdeberäkning	2006-09-30	2006-06-30	2006-03-31	2005-12-31
Eget kapital, Mkr	11250	11009	11566	10727
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	1690,0	1495,0	1621,4	1478
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-603,6	-533,9	-579,1	-527,9
Eventualförpliktelse, Mkr	-107,0	-107,0	-107,0	-107,0
Substansvärde, Mkr	12229,4	11863,1	12501,3	11570,1
Antal aktier, tusental	164382	164382	164382	164382
Substansvärde per aktie, kr	74	72	76	70
Börskurs, kr	94	78	96	89
Substansrabatt, %	-26	-8	-26	-26
Substansvärdeberäkning	2005-09-30	2006-05-30	2005-03-31	2004-12-31
Eget kapital, Mkr	9317	8854	11717	11330
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	2223,0	2974,5	784,7	2130
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-793,9	-1062,3	-280,3	-760,7
Eventualförpliktelse, Mkr	-97,0	-97,0	-97,0	-97,0
Substansvärde, Mkr	10649,1	10669,2	12124,5	12602,3
Antal aktier, tusental	164382	164382	164382	164382
Substansvärde per aktie, kr	65	65	74	77
Börskurs, kr	81	99	96	79
Substansrabatt, %	-25	-53	-30	-3

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

7.2.4 Hufvudstaden

Substansvärdeberäkning		2009-06-30	2009-03-31	2008-12-31
Eget kapital, Mkr		10069	10256,5	10950
Goodwill, Mkr				
Uppskjuten skatteskuld, Mkr		4370,6	4468,2	4606,9
Beräknad skatt, 10 %, Mkr		1661,8	1698,9	1751,7
Substansvärde, Mkr		16101,4	16423,6	17308,6
Antal aktier, tusental		206266	206266	206266
Substansvärde per aktie, kr		78	80	84
Börskurs, kr		48	42	55
Substansrabatt, %		39	47	34
Substansvärdeberäkning	2008-09-30	2008-06-30	2008-03-31	2007-12-31
Eget kapital, Mkr	11034,7	11373,5	11559,7	11809
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	5056,9	5226	5329,6	5323,3
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	1806,0	1866,4	1903,4	1901,2
Substansvärde, Mkr	17897,6	18465,9	18792,7	19033,5
Antal aktier, tusental	206266	206266	206266	206266
Substansvärde per aktie, kr	87	90	91	92
Börskurs, kr	53	58	63	62
Substansrabatt, %	39	35	31	33
Substansvärdeberäkning	2007-09-30	2007-06-30	2007-03-31	2006-12-31
Eget kapital, Mkr	10672,8	10557,1	9527,2	11785
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	4882,4	4866,7	4506,1	4493,6
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	1743,7	1738,1	1609,3	1604,9
Substansvärde, Mkr	17298,9	17161,9	15642,6	17883,5
Antal aktier, tusental	206266	206266	206266	206266
Substansvärde per aktie, kr	84	83	76	87
Börskurs, kr	70	79	80	78
Substansrabatt, %	17	5	-5	10
Substansvärdeberäkning	2006-09-30	2006-06-30	2006-03-31	2005-12-31
Eget kapital, Mkr	9138,7	9020,2	8445,8	8615
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	4060,1	4044,3	3859,6	3838,1
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	1450,0	1444,4	1378,4	1370,8
Substansvärde, Mkr	14648,8	14508,9	13683,8	13823,9
Antal aktier, tusental	206266	206266	206266	206266
Substansvärde per aktie, kr	71	70	66	67
Börskurs, kr	62	55	65	52
Substansrabatt, %	13	22	2	22

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

Substansvärdeberäkning	2005-09-30	2006-05-30	2005-03-31	2004-12-31
Eget kapital, Mkr	7965,2	7820,7	7399,7	8239,8
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	3578,5	3561,8	3434,4	3441,8
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	1278,0	1272,1	1226,6	1229,2
Substansvärde, Mkr	12821,7	12654,6	12060,7	12910,8
Antal aktier, tusental	206266	206266	206266	206266
Substansvärde per aktie, kr	62	61	58	63
Börskurs, kr	52	58	50	48
Substansrabatt, %	16	5	14	23

7.2.5 Kungsleden²

Substansvärdeberäkning	2009-06-30	2009-03-31	2008-12-31
Eget kapital, Mkr	7092,6	7002,4	7065
Goodwill, Mkr			-193,2
Uppskjuten skatteskuld, Mkr	1431,9	1400	1431,9
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-544,4	-532,3	-544,4
Substansvärde, Mkr	7980,1	7870,1	7759,3
Antal aktier, tusental	136502	136502	136502
Substansvärde per aktie, kr	58	58	57
Börskurs, kr	36	32	54
Substansrabatt, %	38	44	5

Substansvärdeberäkning	2008-09-30	2008-06-30	2008-03-31	2007-12-31
Eget kapital, Mkr	8298,6	8220,2	9111,9	9040
Goodwill, Mkr				-196,8
Latent skatteskuld, Mkr	1468,3	1504,7	1541,2	1577,6
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-524,4	-537,4	-550,4	-563,4
Substansvärde, Mkr	9242,5	9187,5	10102,7	9857,4
Antal aktier, tusental	136502	136502	136502	136502
Substansvärde per aktie, kr	68	67	74	72
Börskurs, kr	44	45	74	72
Substansrabatt, %	35	33	0	0

Substansvärdeberäkning	2007-09-30	2007-06-30	2007-03-31	2006-12-31
Eget kapital, Mkr	9372,2	9059,9	9877,3	9700
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	1439,45	1301,3	1163,15	1025
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-514,1	-464,8	-415,4	-366,1
Substansvärde, Mkr	10297,6	9896,5	10625,0	10358,9
Antal aktier, tusental	136502	136502	136502	136502
Substansvärde per aktie, kr	75	73	78	76
Börskurs, kr	83	88	126	105
Substansrabatt, %	-10	-21	-62	-38

² I brist på redovisade värden i kvartalsrapporterna har latent skatteskuld skattats utifrån i årsredovisningen redovisad uppskjuten skatteskuld och det egna kapitalets utveckling.

Substansvärdering av börsnoterade fastighetsbolag – Nyttan av fastighetsvärdering
vid värdering av fastighetsaktier

Substansvärdeberäkning	2006-09-30	2006-06-30	2006-03-31	2005-12-31
Eget kapital, Mkr	8049,5	7655,5	7003	6649
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	1086,85	1148,7	1210,55	1272,4
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-388,2	-410,3	-432,3	-454,4
Substansvärde, Mkr	8748,2	8394,0	7781,2	7467,0
Antal aktier, tusental	136502	136502	136502	136502
Substansvärde per aktie, kr	64	61	57	55
Börskurs, kr	84	84	99	77
Substansrabatt, %	-31	-37	-74	-41
Substansvärdeberäkning	2005-09-30	2006-05-30	2005-03-31	2004-12-31
Eget kapital, Mkr	4697,8	4423,3	4073,1	3954,4
Goodwill, Mkr				
Latent skatteskuld, Mkr	1212,65	1152,9	1093,15	1033,4
Beräknad skatt, 10 %, Mkr	-433,1	-411,8	-390,4	-369,1
Substansvärde, Mkr	5477,4	5164,5	4775,8	4618,7
Antal aktier, tusental	136 502	136 502	136 502	136 502
Substansvärde per aktie, kr	40	38	35	34
Börskurs, kr	29	29	45	35
Substansrabatt, %	28	24	-28	-3