Södertörns Högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper
Kandidatuppsats 15 hp | Företagsekonomi C | Vårterminen 2015

Värdering och kassagenerering i fastighetsförvaltande bolag

– Hur har relationen mellan resultat och kassaflöde utvecklats?

Av: Pernilla Idegran och Angelica Lundin
Handledare: Bengt Lindström och Jurek Millak

södertörns högskola
SÖDERTÖRN UNIVERSITY

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till våra handledare Bengt Lindström och Jurek Millak som har varit behjälpliga under arbetets gång med värdefulla synpunkter och förslag. Vi vill även tacka våra övriga studiekamrater samt opponenter för givande åsikter under uppsatsprocessen.

Stockholm, juli 2015

Pernilla Idegran Angelica Lundin

Sammanfattning

Titel:	Värdering och kassagenerering i fastighetsförvaltande bolag – Hur har relationen mellan resultat och kassaflöde utvecklats?
Nivå:	Kandidatuppsats i företagsekonomi
Datum:	Juni, 2015
Författare:	Pernilla Idegran och Angelica Lundin
Handledare:	Bengt Lindström och Jurek Millak
Examinator:	Peter Jönsson

Bakgrund: Det redovisade resultatet från en verksamhets livstid kommer att efterföljas av ett lika stort kassaflöde. Däremot möjliggör periodiseringar att det på kortare sikt kan finnas avvikelser. Då fastighetsbolag får värdera till verkligt värde och redovisa värdeförändringar direkt mot resultatet är det intressant att undersöka hur resultatet och kassaflödet förhåller sig till varandra i dessa bolag. Genom att studera ett företags relation mellan resultatet och kassaflödet går det att utse om dessa stämmer överens eller inte.

Syfte: Syftet med uppsatsen är explorativt, den ämnar till att undersöka hur fastighetsförvaltande bolag värderar sitt fastighetsbestånd samt undersöka relationen mellan bolagens sammanlagda resultat och kassaflöde från den löpande verksamheten under perioden 2008-2014.

Metod: Studiens empiri har främst insamlats från primärkällor i form av årsredovisningar. Med hjälp av siffror från företagens årsredovisningar har kvoten mellan ackumulerat kassaflöde och ackumulerat resultat kunnat räknas fram, för att därefter kunna bedöma dess samband.

Resultat och slutsats: Fastighetsbolagen värderar enligt nivå 3 och under 2014 har 65,61% av branschens sammanlagda värde på fastighetsbeståndet externvärderats. Tio av de 17 företag som var börsnoterade under perioden 2008-2014 har ackumulerat högre resultat än kassaflöde från den löpande verksamheten. I genomsnitt har fastighetsbolagen ackumulerat ett 48% högre resultat än kassaflöde från den löpande verksamheten.

Nyckelord: IAS 40, IFRS 13, förvaltningsfastigheter, värdering till verkligt värde, kassagenerering, kassaflöde, resultat, ackumulerat kassaflöde, ackumulerat resultat.

Abstract

Title:	Valuation and cash generation in property management companies - How has the relationship between earnings and cash flow evolved?
Level:	Student essay for Bachelor´s Degree in Business Administration
Date:	June, 2015
Authors:	Pernilla Idegran och Angelica Lundin
Supervisor:	Bengt Lindström och Jurek Millak
Examiner:	Peter Jönsson

Background: The reported result from the lifetime of an organization will be followed by a cash flow equal in size. In contrast, accruals enables short term discrepancies. When a property can be valued at fair value and recognize changes in the value directly in the result, it is interesting to examine how the earnings and cash flow relate to each other in these companies. By studying the relationship between a company's earnings and cash flow it is possible to appoint their consistency.

Aim: The purpose of this paper is exploratory, it intends to examine how property management companies value their property holdings, and examine the relationship between the companies' overall earnings and cash flow from operating activities during the period 2008-2014.

Method: Empirical data is primarily collected from primary sources in the form of annual reports. Numbers from the companies' annual reports allowed us to calculate the ratio of accumulated cash flow and accumulated earnings, to then be able to determine the connection between the two.

Results and Conclusions: Real estate companies value according to level 3 and during 2014 65,61% of the value of the property portfolio's are valued externally. Ten of the 17 companies that were listed during the period 2008-2014 has accumulated a higher earning than cash flow from operating activities. On average the real estate companies has accumulated 48% higher earnings than cash flow from operating activities.

Keywords: IAS 40, IFRS 13, investment property, fair value measurement, cash generation cash flow, earnings, accumulated cash flow, accumulated earnings.

Förkortningar

FASB - Financial Accounting Standards Board (den amerikanska motsvarigheten till IASB)

IAS - International Accounting Standards

- IAS 1 - Utformning av finansiella rapporter
- IAS 16 - Anläggningstillgångar
- IAS 40 - Förvaltningsfastigheter

IASB - International Accounting Standards Board

IASC - International Accounting Standards Committee

IFRS - International Financial Reporting Standards

- IFRS 13 - Värdering till verkligt värde

US GAAP - Generally Accepted Accounting Principles, United States (den amerikanska motsvarigheten till IFRS)

Innehållsförteckning

1. Inledning ... 1
1.1 Bakgrund ... 1
1.2 Problemformulering ... 4
1.3 Syfte ... 4
1.4 Avgränsningar ... 5
2. Metod ... 6
2.1 Datainsamlingsmetod och genomförande ... 6
2.2 Population ... 6
2.3 Bortfall ... 7
2.4 Kvoten mellan ackumulerat resultat och ackumulerat kassaflöde ... 8
2.4.1 Den teoretiska utgångspunkten ... 8
2.4.2 Exempel på beräkningen ... 9
2.5 Metodkritik ... 10
3. Teoretisk referensram ... 12
3.1 Normativ redovisningsteori ... 12
3.2 International Accounting Standards Board ... 12
3.2.1 IASB:s föreställningsram ... 12
3.3 Kassaflödet ... 14
3.3.1 Kassaflödets tre kategorier ... 15
3.4 Ekonomisk vinst ... 17
3.5 Det redovisade resultatet ... 17
3.6 Värdering av förvaltningsfastigheter ... 18
3.6.1 IAS 40 - Förvaltningsfastigheter ... 19
3.6.2 IFRS 13 - Värdering till verkligt värde ... 20
3.6.3 Oberoende värdering ... 23
3.7 Kassagenerering som verktyg ... 23
3.8 Tidigare forskning ... 24
3.8.1 Redovisning till verkligt värde ... 24
3.8.2 Risken vid värdering av fastighetsbolag ... 26
4. Empiri ... 28
4.1 Atrium Ljungberg AB ... 28
4.2 Castellum AB ... 29
4.3 Catena AB ... 29
4.4 Corem Property Group AB ... 30
4.5 Diös Fastigheter AB ... 31
4.6 Fabege AB ... 32

4.7 FastPartner AB 32
4.8 Fastighets AB Balder 33
4.9 HEBA Fastighets AB 34
4.10 Hufvudstaden AB 35
4.11 Klövern AB 35
4.12 Kungsleden AB 36
4.13 Fastighets AB L E Lundberg 37
4.14 AB Sagax 37
4.15 Tribona AB 38
4.16 Wallenstam AB 39
4.17 Wihlborgs Fastigheter AB 39
4.18 Fastighetsbranschen 40
4.19 Large Cap-bolagen 41
4.20 Mid Cap-bolagen 41
4.21 Sammanställning av empiri 42
5. Analys 43
5.1 Värderingnivå enligt IFRS 13 43
5.2 Oberoende värdering 44
5.3 Relationen mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten 45
5.4 Koppling till tidigare forskning 47
6. Slutdiskussion 49
6.1 Slutsatser 49
6.2 Förslag till fortsatt forskning 49
Källförteckning 1
Årsredovisningar 2
Bilaga 1: Beräkningar av kvoter 3

Tabell- och figurförteckning

Tabell 1. *Exempel på beräkning av kvoten* 9
Tabell 2. *Sammanställning av empirin* 42

Figur 1. *Kvoten som beräknas senare i studien.* 9
Figur 2. *Exempel på framställning av sambandet mellan ackumulerat resultat och ackumulerat kassaflöde.* 10
Figur 3. *Ett förtydligande av valet av redovisning enligt IAS 40* 20
Figur 4. *Värderingstrappan* 22
Figur 5. Atrium Ljungberg AB 28
Figur 6. Castellum AB 29
Figur 7. Catena AB 30
Figur 8. Corem Property Group AB 31
Figur 9. Diös Fastigheter AB 31
Figur 10. Fabege AB 32
Figur 11. FastPartner AB 33
Figur 12. Fastighets AB Balder 34
Figur 13. HEBA Fastighets AB 34
Figur 14. Hufvudstaden AB 35
Figur 15. Klövern AB 36
Figur 16. Kungsleden AB 36
Figur 17. Fastighets AB L E Lundberg 37
Figur 18. AB Sagax 38
Figur 19. Tribona AB 39
Figur 20. Wallenstam AB 39
Figur 21. Wihlborgs Fastigheter AB 40
Figur 22. Fastighetsbranschen 40
Figur 23. Large Cap-bolagen 41
Figur 24. Mid Cap-bolagen 41

1. Inledning

I uppsatsens inledande kapitel presenteras bakgrunden till ämnet som också mynnar ut i problemformuleringen. Här framgår även uppsatsens syfte samt de avgränsningar som gjorts.

1.1 Bakgrund

Vid första tanken kan man tro att ett högt resultat även innebär mer pengar, men så är inte alltid fallet. Det är i detta uppsatsen tar sin utgångspunkt. Det redovisade resultatet från en verksamhets samtliga år kommer att efterföljas av ett lika stort kassaflöde, men på kortare sikt än så kan det finnas avvikelser. Resultatets syfte är att redovisa vinsten eller förlusten som gjorts under en period, vilket kräver en del antaganden. Strävan är att redovisa det som brukar kallas den ekonomiska vinsten, vilket är nettokassaflödet och förändringarna i marknadsvärderingarna av ett företags nettotillgångar.[1] Problemet att vi inte har perfekta och kompletta marknader leder till att den ekonomiska vinsten inte kan redovisas. Istället redovisas ett resultat som på sin höjd är en god approximation av det ekonomiska resultatet.[2]

Eftersom det redovisade resultatet, oavsett hur god approximation av det ekonomiska resultatet det är, någon gång måste efterföljas av ett lika stort kassaflöde kan kassagenerering beräknas för att undersöka hur resultatet förhåller sig till kassaflödet. Kassagenerering är ett nyckeltal som utgår ifrån sambandet mellan årets resultat justerat för ej kassaflödespåverkande poster och kassaflödet från den löpande verksamheten. Detta mäter hur stor del av resultatet som når kassan och blir faktiska pengar. Det nyckeltalet gör det möjligt att undersöka hur väl det periodiserade resultatet överensstämmer med det objektiva kassaflödet.

Medicinteknikbolaget Elekta har florerat i media på grund av att deras ekonomiska rapporter som vid en första anblick ser bra ut, vid närmare granskning verkar innehålla uppblåsta siffor. Genom att undersöka bolagets kassagenerering har man kunnat konstatera att det under flera år har funnits ett gap mellan det redovisade resultatet och kassaflödet. Gapet borde jämnas ut över tid, men i Elektas fall har skillnaden mellan måtten varit stor i flera år.[3]

[1] White, G-I., Sondhi, A-C., Fried, D. (1998) "The analysis and use of financial statements" s. 37
[2] Ibid, s. 38
[3] Forsberg, B (2014) "Luft i redovisningen kan slå mot småspararna" *Dagens Nyheter*

Som tidigare nämnts är det inte konstigt om resultatet avviker från kassaflödet under en kortare period om ett eller ett par år, intressantare är att undersöka hur de förhåller sig till varandra under en lite längre period. Bengt Bengtsson presenterar i artikeln ”Till sist är det bara pengar som räknas” en till det traditionella kassagenereringsnyckeltalet alternativ metod att undersöka kassagenerering. Metoden innebär att man beräknar kvoten mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten på medellång sikt. Metoden tar sin utgångspunkt i att kvotvärdet under företagets livslängd kommer att vara 1, det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten kommer att vara lika stora den dagen företaget avvecklas. Bengtsson menar att om det ackumulerade resultatet överstiger det ackumulerade kassaflöde från den löpande verksamheten, vilket ger ett kvotvärde över 1, kan det ses som en ”indikation på att redovisningen är subjektiv”. Han menar att när det gäller fastighetsbolag kan subjektiviteten uppstå vid värdering av förvaltningsfastigheterna.[4]

Från år 2005 blev det obligatoriskt för samtliga börsnoterade koncerner inom EU att upprätta rapporter i enighet med de internationella redovisningsnormerna IFRS (International financial reporting standards) och tidigare IAS (International accounting standards).[5] Fastighetsförvaltande bolag som har största delen av sina tillgångar i fastigheter som innehas för att generera hyresintäkter eller värdestegringar, eller en kombination av dessa, följer sedan implementeringen den internationella redovisningsstandarden IAS 40 - Förvaltningsfastigheter.[6] Standarden ger fastighetsförvaltande bolag möjlighet att redovisa fastighetsbeståndet till antingen anskaffningsvärde eller verkligt värde via resultaträkningen.[7] Verkligt värde är det pris som vid värderingstillfället skulle erhållas vid en försäljning av fastigheten.[8] Oavsett om valet görs att redovisa till verkligt värde eller till anskaffningsvärde, ska värdering ske till verkligt värde och det ska lämnas upplysningar om det.[9]

Vägledning om hur man ska bedöma det verkliga värdet finns i IFRS 13 - Värdering till verkligt värde, som är uppbyggd som en trappa i tre nivåer och beskriver hur värdering ska ske utifrån den information som finns tillgänglig. Nivå 1 utgörs av noterat pris på en aktiv

[4] Bengtsson, B. (2010) ”Till sist är det bara pengar som räknas” s. 152-153
[5] Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) ”Internationell redovisning” s. 9
[6] IAS 40 p. 7
[7] IAS 40 p. 30
[8] IFRS 13 p. 9
[9] IAS 40 p. 32

marknad, medan nivå 2 och nivå 3 utgörs av indata som för värderingen är observerbara respektive icke observerbara för externa intressenter.[10]

Värdering och redovisning till verkligt värde innebär, till skillnad från anskaffningsvärde, en osäkerhetsfaktor då värderingen bygger på antagande om framtiden. För att värderingen ska bli så korrekt som möjligt och för att företagen själva inte ska redovisa ett verkligt värde som bygger på orealistiska förväntningar som framtiden ”uppmuntras” företagen att basera det verkliga värdet på förvaltningsfastigheterna på värderingar gjorda av oberoende värderingsmän vid externa värderingsinstitut.[11] Företagen ska lämna upplysningar om i hur stor omfattning värdering har genomförts externt.[12]

Det finns ett antal olika värderingstekniker som är tillåtna enligt IFRS och kan leda till olika värden.[13] De värdeförändringar som sker i tillgångar som redovisas till verkligt värde skapar vinster eller förluster och ska tas upp i resultaträkningen.[14] Tanken är att värdeförändringar, även fast de är orealiserade ska slå direkt mot resultatet.[15] I de svenska börsnoterade fastighetsbolagens redovisning kan man se att samtliga valt att redovisa till verkligt värde över resultaträkningen. Att fastighetsförvaltande bolag därmed redovisar stora delar av sina tillgångar till verkligt värde gör det intressant att undersöka relationen mellan resultatet och kassaflödet i just fastighetsförvaltande bolag.

Införandet av de internationella redovisningsnormerna med rättvisande bild som övergripande mål har medfört att det på vissa områden, däribland fastighetsförvaltning, har skett avsteg från försiktighetsprincipen och realisationsprincipen. Med försiktighetsprincipen menas att värdering av tillgångar ska göras med rimlig försiktighet, hänsyn ska tas till risker och osäkerheter. Resultatet ska hellre underskattas än överskattas vilket gör att tillämpning av försiktighetsprincipen leder till att en del av resultatet skjuts på framtiden.[16] När verkligt värde används för värdering av förvaltningsfastigheter görs inte detta i syfte att underskatta resultatet, syftet är istället att redovisa ett så rättvisande resultat som möjligt. Detta gör att

[10] Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) ”Internationell redovisning” s. 43
[11] IAS 40 p. 32
[12] IAS 40 p. 75:5
[13] Ibid, s. 41-43
[14] IAS 40 p. 35
[15] Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) ”Internationell redovisning” s. 99
[16] Gröjer, J-E. (2002) ”Grundläggande redovisningsteori” s. 62

värdering till verkligt värde kan ses som ett avsteg från försiktighetsprincipen. Realisationsprincipen, som innebär att intäkter endast ska redovisas när en transaktion har ägt rum[17], görs det avsteg från i och med att värderingen till verkligt värde tillåts gå över resultaträkningen. Intäkter som uppkommit till följd av omvärdering tillåts redovisas i resultaträkningen även om en transaktion av fastigheten inte har skett.

Följaktligen kan det konstateras att de börsnoterade fastighetsförvaltande bolagen å ena sidan vid värdering av sina tillgångar i och med redovisning till verkligt värde har en viss möjlighet att påverka vilket resultat de redovisar och å andra sidan att resultatet är ett viktigt mått för dem. Vad dem dock inte kan påverka är kassaflödet, som till sin karaktär är objektiv.[18] Utifrån detta resonemang vill vi med denna studie undersöka hur förhållandet mellan resultatet och det objektiva kassaflödet ser ut över tid i just fastighetsförvaltande bolag på medellång sikt.

1.2 Problemformulering

Utifrån problemdiskussionen har en huvudfråga formulerats:

- Hur värderar svenska fastighetsbolag sitt fastighetsbestånd och hur har relationen mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten sett ut under perioden 2008-2014?

För att undersöka detta kommer även tre underfrågor att besvaras:

- På vilken nivå enligt IFRS 13 värderas förvaltningsfastigheter?
- Hur stor del av förvaltningsfastigheterna värderades av oberoende värderingsmän under 2014?
- Avviker det resultat som fastighetsbolagen har ackumulerat under perioden 2008-2014 från det kassaflöde från den löpande verksamheten som har ackumulerats under samma period?

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är explorativt, den ämnar till att undersöka hur fastighetsförvaltande bolag värderar sitt fastighetsbestånd samt undersöka relationen mellan bolagens sammanlagda resultat och kassaflöde från den löpande verksamheten under perioden 2008-2014.

[17] Ibid, s. 108

[18] Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) ”Internationell redovisning” s. 303

1.4 Avgränsningar

Inom ramen för denna studie undersöks endast svenska fastighetsbolag som är börsnoterade. Detta på grund av att börsnoterade bolag omfattas av standarderna IAS 40 och IFRS 13, vilket ger dem möjlighet att redovisa förvaltingsfastigheter till verkligt värde via resultaträkningen.

2. Metod

I detta avsnitt presenteras studiens metoddel, hur studien genomförts, vilken populationen studien avser samt kritik mot metoden.

2.1 Datainsamlingsmetod och genomförande

I syfte att få tillräckligt med information och för att förstå motiven till att fastighetsföretag redovisar till verkligt värde har vi gått igenom en mängd information från böcker samt vetenskapliga artiklar inom området. Sådana källor har därmed även använts för att erhålla information om relevanta ämnen såsom kassaflöde och IAS 40. Främst har primärdata i form av årsredovisningar använts men även sekundärdata i form av böcker och tidskrifter.

För att få fram alla svenska börsnoterade fastighetsförvaltande bolag som ingår i studien har vi använt NASDAQ:s lista över börsnoterade bolag inom fastighets- och finansbranschen. Utifrån den har de 21 fastighetsförvaltande bolagen tagits fram.

Databasen Retriever Business samt företagens egna hemsidor har används för att få tillgång till företagens årsredovisningar under perioden 2008-2014. Detta gjordes för att ta fram relevanta siffror i syfte att kunna räkna ut kvotvärdet mellan ackumulerat redovisat resultat samt ackumulerat kassaflöde från den löpande verksamheten.

Vi har även beaktat vilken av de tre värderingnivåerna i IFRS 13 som företagen använder sig av, denna information finns även den att hitta i företagens årsredovisningar. Endast årsredovisningar från år 2014 har här studerats, då standarden IFRS 13 som gör det obligatoriskt att upplysa om värderingsnivå inte har funnits under hela den undersökta perioden. Likaså har andelen av förvaltningsfastigheternas värde som har externvärderats undersökts under endast 2014. Det totala fastighetsbeståndets värde samt andelen av fastighetsbeståndet som har externvärderats har räknats fram. För att beräkna hela branschens, Mid Cap- och Large Cap-bolagens andel av förvaltningsfastigheternas värde som värderats externt, har sedan den externt värderade andelen dividerats med det totala värdet.

2.2 Population

Studiens population som har undersökts är svenska börsnoterade fastighetsförvaltande bolag. Med fastighetsförvaltande bolag menar vi bolag som har tillgångar främst i fastigheter, mark och/eller byggnader som innehas i syfte att generera hyresinkomster och/eller värdestegring.

För att förtydliga så ingår således inte företag som är inriktade på fastighetsutveckling i populationen eller studien. Fastighetsförvaltande bolag har i uppsatsen även benämnts som fastighetsbolag. Efter att ha gått igenom vilka fastighetsförvaltande bolag som under år 2014 finns noterade på de reglerade marknaderna, vilka också är de vi syftar till då vi använder ordet ”börsen”, NASDAQ Stockholm och NGM Equity, blev utfallet att 21 bolag ingår i populationen. Dessa bolag är;

- AB Sagax
- Atrium Ljungberg AB
- Castellum AB
- Catena AB
- Corem Property Group AB
- Diös Fastigheter AB
- Fabege AB
- FastPartner AB
- Fastighets AB Balder
  Fastighets AB L E Lundberg
- HEBA Fastighets AB
- Hemfosa Fastigheter AB
- Hufvudstaden AB
- Klövern AB
- Kungsleden AB
- NP3 Fastigheter AB
- Platzer Fastigheter AB
- Tribona AB
- Victoria Park AB
- Wallenstam AB
- Wihlborgs Fastigheter AB

2.3 Bortfall

Hemfosa Fastigheter AB, NP3 Fastigheter AB, Platzer Fastigheter AB och Victoria Park AB har inte varit börsnoterade under hela den undersökta perioden, därmed är dessa bolag bortfall från studien. Dessa börsnoterades under år 2013 respektive år 2014 och behandlas inte vidare. När begreppet fastighetsbranschen används syftar vi därför på de 17 fastighetsförvaltande bolagen som varit börsnoterade under hela den undersökta perioden.

2.4 Kvoten mellan ackumulerat resultat och ackumulerat kassaflöde

För att kunna besvara studiens problemformulering och uppfylla syftet har en metod som innebär att ett kvotvärde mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten räknats fram.

2.4.1 Den teoretiska utgångspunkten

Metoden presenteras av Bengt Bengtsson, doktor i redovisning, i artikeln ”till sist är det bara pengar som räknas”. Syftet med metoden är att ta reda på hur stor del av det sammanlagda redovisade resultatet på medellång sikt som blivit till faktiska pengar, alltså kassaflöde i den löpande verksamheten. Anledningen till att man inte utgår från det totala kassaflödet, utan istället från kassaflödet från den löpande verksamheten, är att den kategorin beskriver vilka pengar som har passerat resultaträkningen.

Under ett företags livslängd kommer summan av alla vinster att överensstämma med summan av det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten, det gäller för varje företag som helhet, men också för varje kassagenererande enhet. På kort sikt är det dock inte konstigt om det finns en stor skillnad mellan vinster och kassaflöden, avvikelsen blir som ett uttryck för den periodiserade redovisningen.[19] Bengtsson framhåller dock att på medellång sikt bör summan av företagets redovisade vinster vara lika med kassaöverskottet i den löpande verksamheten.[20]

Vid tidpunkten för ett företags avveckling kommer kvoten att vara 1. På medellång sikt gäller att ett värde högre än 1 visar att det sammanlagda resultatet är högre än det sammanlagda kassaflödet från den löpande verksamheten, medan ett värde lägre än 1 visar motsatsen.

Vi har valt att tolka Bengtssons begrepp ”medellång sikt” som sju år då Bengtsson i ”Till sist är det bara pengar som räknas” presenterar en undersökning med denna metod som han själv gjort mellan kvartal 4, år 2002 till kvartal 4, år 2009 vilket är 29 kvartal och 7,25 år. Bengtsson, som har presenterat metoden med att beräkna kvoten har alltså jämfört det ackumulerade resultatet med det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten under en sjuårsperiod. I denna studie har samma värden undersökts under sjuårsperioden

[19] Bengtsson, B. (2010) ”Till sist är det bara pengar som räknas” s. 150-153
[20] Bengtsson, B. (2010) ”Kassaflödesanalys genom indirekt metod” s. 15

2008-2014. Denna studie omfattar hela branschen, Bengtsson riktade däremot in sig på branschens sju största företag.

2.4.2 Exempel på beräkningen

Beräkningen som har gjorts är kvoten mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten.

$$\frac{\text{Ackumulerat redovisat resultat}}{\text{Ackumulerat kassaflöde från den löpande verksamheten}}$$

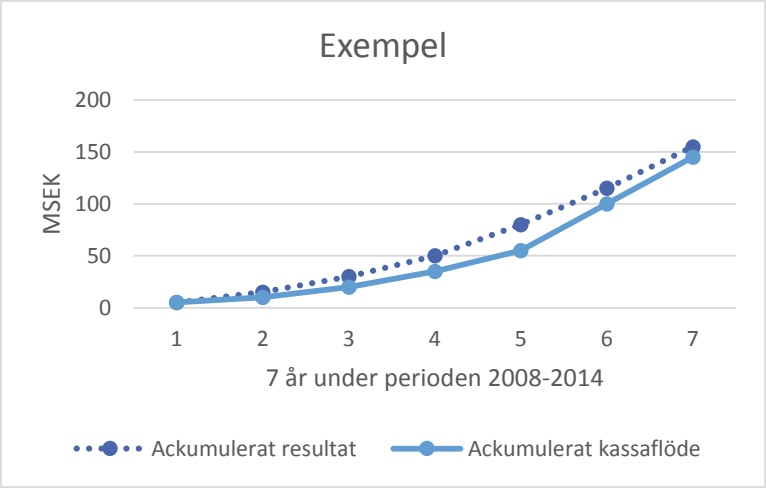
Figur 1. ***Bilden visar kvoten som beräknas senare i studien.***

För att genomföra beräkningarna har vi ställt upp en tabell som för de undersökta åren visar företagets resultat och det ackumulerade resultatet över perioden samt kassaflödet från den löpande verksamheten och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten. Utöver detta visar en kolumn i tabellen kvoten mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten.

Tabell 1. ***Exempel på beräkning av kvoten***

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	5	5	5	5	1
2009	10	5	15	10	1,5
2010	15	10	30	20	1,5
2011	20	15	50	35	1,4
2012	30	20	80	55	1,45
2013	35	35	115	100	1,15
2014	40	45	155	145	1,07

Beräkningarna som gjorts i tabellen har mynnat ut i framställningen av ett diagram, som visa två kurvor; det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten.



Figur 2. ***Exempel på framställning av sambandet mellan ackumulerat resultat och ackumulerat kassaflöde.***

2.5 Metodkritik

Kvoten mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten beräknas för att undersöka hur stor del av det sammanlagda resultatet som har redovisats år 2008-2014 som under samma period har efterföljts av kassaflödet i den löpande verksamheten. Vid beräkning av det traditionella kassagenereringsnyckeltalet justeras resultatet för ej kassaflödespåverkande poster, som kritik mot metoden som tillämpas i denna studie kan det lyftas fram att resultatet inte har justerats för ej kassaflödespåverkande poster, som exempelvis avskrivningar. Denna typ av poster bör dock för fastighetsbolag vara små relativt resultatet, vilket gör att metodens utfall inte påverkas avsevärt mycket.

Bengtsson menar att ett kvotvärde över 1 kan indikera subjektivitet i värderingarna av fastighetsbestånd.[21] Vi vill vara tydliga med att understryka att det även finns andra faktorer som påverkar kvotvärdet. Det är omöjligt att dra säkerställda slutsatser om värderingens objektivitet. Metoden kan endast besvara frågan om det resultat som företagen har ackumulerat avviker ifrån det kassaflöde från den löpande verksamheten som har ackumulerats.

Studien är begränsad till att undersöka en sjuårsperiod, detta medför att den beräknade kvoten endast avser dessa år. Hade studien avsett ett flertal år skulle den beräknade kvoten troligen dras mer mot värdet 1, då kvoten bör vara 1 under företagets livslängd.

[21] Bengtsson, B. (2010) ”Till sist är det bara pengar som räknas” s. 150-153

Som avslutande kritik mot studien som har genomförts kan det nämnas att det finns en risk i och med att samtliga data från årsredovisningar är manuellt inhämtade, värden löper risk att bli felaktigt inmatade. Ett försök att motverka detta har gjorts genom att samtliga inmatade värden och beräkningar av kvoter noggrant har granskats i syfte att undvika eventuella fel.

3. Teoretisk referensram

I följande del presenteras valda teorier och utgångspunkter till studien.

3.1 Normativ redovisningsteori

En stor del av forskningen inom redovisning utgår från antingen positiv eller normativ redovisningsteori. Den positiva teorin har som syfte att kunna förklara och förutse vilken redovisningslösning som kommer att användas i praktiken. Forskningen inom det här området bygger på empiri och observationer.[22] Forskning inom den normativa redovisningsteorin är inte så berörd av vad som har skett, utan är mer inriktad på att utveckla teorier som föreskriver vad som ska hända i praktiken.[23] Den normativa teorin syftar till att föreskriva vilka metoder som ska användas i vilka situationer och är ett sätt att påverka verkligheten och vad som sker i praktiken med hjälp av normer och regler.

Ett konceptuellt ramverk, som är en strukturerad teori om redovisning, ligger inom ramen för normativ redovisningsteori. Ett konceptuellt ramverk, som exempelvis IASB:s föreställningsram är tänkt att omfatta alla delar i den finansiella rapporteringen och är avsedd att vägleda praxis.[24]

3.2 International Accounting Standards Board

IASB är det organ som ansvarar för normgivningen av redovisningsstandarden IFRS. Tidigare hette organisationen IASC och de standarder de gav ut benämndes IAS. De standarder som utvecklades av IASC har kvar sin äldre beteckning IAS, medan nyare standarder heter IFRS.[25]

3.2.1 IASB:s föreställningsram

IASB:s föreställningsram för utformning av finansiella rapporter finns beskriven i IAS 1. Börsbolag som upprättar redovisning enligt IFRS ska förhålla sig till standarden.[26] Standarden föreskriver grunden för utformning av finansiella rapporter, den innehåller övergripande krav på utformningen, riktlinjer för struktur och minimikrav på innehållet i de

[22] Godfrey, J., Hodgson, A. et. Alt. (2010) ”Accounting theory” s. 9
[23] Ibid, s. 7
[24] Ibid, s. 7-8
[25] IFRS.org
[26] IAS 1 p. 2

finansiella rapporterna.[27] IAS 1 är omfattande, här lyfts några av de kvalitativa egenskaperna som är relevanta för denna studie fram:

- Rättvisande bild

De finansiella rapporterna ska ge en rättvisande bild av företagets finansiella resultat och kassaflöde. Korrekt återgivande av bland annat transaktioner enligt de definitioner och redovisningsvillkor som finns vid tillämpning av IFRS förutsätts ge en rättvisande bild.[28] När det gäller förvaltningsfastigheter så är syftet med värderingen och redovisningen till verkligt värde att det ska ge användarna av de finansiella rapporterna en mer rättvisande bild.

- Relevans

Företagen ska redovisa information som är relevant för användarna av de finansiella rapporterna.[29] Utifrån relevans kan man finna grund till att redovisa en balansräkning som till stora delar bygger på verkliga värden, då den har potential att vara relevant.[30]

- Tillförlitlighet

Information som redovisas ska vara tillförlitlig.[31] Tillförlitligheten i fastighetsbolagens värderingar av fastighetsbeståndet kan hanteras genom att företaget ger noggrann information om hur man värderar.[32]

- Jämförbarhet

Jämförbarhet är viktigt för att användarna av de finansiella rapporterna ska kunna få en möjlighet att se trender. Jämförbarheten omfattar jämförbarhet över tid och mellan företag. Företag ska exempelvis lämna jämförande information för den föregående perioden, med avseende på alla redovisade belopp.[33] Om ett företag ändrar uppställningen av sina poster i de finansiella rapporterna, så ska även jämförelsetalen omklassificeras om så är möjligt.[34]

---

[27] IAS 1 p. 1
[28] IAS 1 p. 15
[29] IAS 1 p. 17b
[30] Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) ”Internationell redovisning” s. 56
[31] IAS 1
[32] Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) ”Internationell redovisning” s. 56
[33] IAS 1 p. 38
[34] IAS 1 p. 41

- Begriplighet

Företagen ska lämna begriplig och tydlig information. De ska exempelvis lämna tydlig information om namnet på det rapporterade företaget, datum för vilken period de finansiella rapporterna avser samt rapporteringsvalutan.[35] För att göra de finansiella rapporterna mer begripliga kan företagen välja att presentera beloppen i tusentals eller miljontals kronor.[36]

3.3 Kassaflödet

Kassaflödet framgår i kassaflödesanalysen som tillsammans med bland annat balansräkning och resultaträkning är en obligatorisk del i börsnoterade bolags årsredovisning.[37] Kassaflödet visar hur förändringen i likvida medel har skett under året. IAS 7 - Rapport över kassaflöden är den standard som reglerar kassaflödesanalysen och i den framgår att likvida medel ska tolkas som posterna kassa och bank samt andra kortfristiga, likvida placeringar som lätt kan omvandlas till kassa och bank och som är utsatta för en obetydlig risk för fluktuationer.[38] Förändringen i likvida medel, vilket är det som kassaflödet visar, utgörs alltså av in- och utbetalningar, till skillnad mot resultatet som består av differensen mellan intäkter och kostnader.

Kassaflödet är objektivt till sin karaktär, det finns ingen möjlighet att välja vilket kassaflöde man vill redovisa för perioden. Det är fritt från periodiseringar och redovisningsmässiga bedömningar. Betalningsflöden är mer objektiva till sin karaktär då de har en direkt mätbar motsvarighet i verkligheten, till skillnad mot resultatets intäkter och kostnader.[39] Att kassaflödet är mer objektivt än resultatet och att kassaflödet inte påverkas som vinsten av olika redovisningsmetoder anses vara några av kassaflödets mest fördelaktiga sidor.[40]

Kassaflödet ger en ytterligare dimension av företagets verksamhet, företaget kan inte bara sälja och generera vinster, de måste också se till att de får in likvida medel. De måste t ex. driva in sina kundfordringar, det räcker inte med att utföra jobbet och sedan fakturera.[41]

---

[35] IAS 1 p. 51
[36] IAS 1 p. 53
[37] ÅRL kap. 2 §1
[38] IAS 7 p. 6
[39] Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) ”Internationell redovisning” s. 303
[40] Adolphson, J. (1998) ”Kassaflödesanalys” s. 46
[41] Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) ”Internationell redovisning” s. 304

Bengtsson anser att beskrivningen i IAS 7 av syftet med att redovisa en kassaflödesanalys är ”dunkel”. Han framhåller att kassaflödet kan och bör användas som en kritisk metod för att bedöma den periodiserade redovisningens relevans i givna situationer.[42] Kassaflödet kan vara ett bra kompletterande analysverktyg då det är enkelt att förstå och inte går att manipulera. Kassaflödet kan användas i jämförelse med resultaträkningen, som stundtals har kritiserats för att vara svårförståelig, “tillfixad” och kreativ, delvis på grund av olika värderingar.[43]

3.3.1 Kassaflödets tre kategorier

Som tidigare nämnts visar kassaflödet företagets in- och utbetalningar under en period. Betalningarna delas in i tre kategorier; den löpande verksamheten, investeringsverksamheten och finansieringsverksamheten.[44] Företagen redovisar kassaflöden i de olika kategorierna på det sätt som är mest ändamålsenligt för deras verksamhet.[45] Den uppdelningen ger information för bedömning av respektive kassaflödes relativa betydelse för företagets likviditetssituation och finansiella ställning. Uppdelningen i kategorier ger också information om kassaflödenas inbördes samband.[46]

- Kassaflödet från *den löpande verksamheten*

Denna del utgörs huvudsakligen av företagets intäktsgenererande verksamheter. Den påverkas vanligen av händelser och transaktioner som påverkar företagets resultat.[47] Exempel på kassaflöden som för fastighetsbolag hör till den löpande verksamheten är inbetalningar i form av hyror och utbetalningar med avseende på personalkostnader. Denna kategori av kassaflödet kan upprättas antingen genom direkt eller indirekt metod.[48] Den direkta metoden uppmuntras att användas enligt IAS 7, metoden innebär att nettokassaflödet räknas fram genom att inbetalningar och utbetalningar ställs upp med utgångspunkt i företagets räkenskaper.[49] Den metod som används mest av företagen är den indirekta metoden som utgår ifrån ett resultatbegrepp i resultaträkningen, exempelvis driftöverskott, och justeras för ej kassaflödespåverkande poster och poster vilkas kassaflödeseffekt hänförs till investerings-

[42] Bengtsson, B. (2010) ”Till sist är det bara pengar som räknas” s. 151-152
[43] Adolphson, J. (1998) ”Kassaflödesanalys” s. 10
[44] IAS 7 p. 10
[45] IAS 7 p. 11
[46] IAS 7 p. 10-11
[47] IAS 7 p. 14
[48] IAS 7 p. 18
[49] IAS 7 p. 19

eller finansieringsverksamheten. Exempel på poster som resultatmåttet justeras för är resultat som uppstått vid fastighetsförsäljningarna, orealiserade värdeförändringar på fastighetsbeståndet och inkomstskatt. Kassaflödet från den löpande verksamheten påverkas även av förändringar i rörelsekapital.

Kassaflödet från den löpande verksamheten kan användas vid bedömning av i vilken utsträckning företaget har genererat de likvida medel som krävs för att företagets verksamhet ska kunna fortlöpa, för att de ska kunna återbetala lån, ge utdelning med mera. Historisk information om enskilda delar av kassaflödet från den löpande verksamheten är tillsammans med annan information av värde när man ska prognostisera framtida kassaflöden.[50]

Summan av ett företags samtliga vinster, alltså det ackumulerade resultatet under hela företagets livslängd kommer att motsvaras av summan av alla löpande verksamheter, alltså det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten.[51] Det är denna teoretiska utgångspunkt som gör att kassaflödet från den löpande verksamheten används i studien för beräkningar och jämförelser med det redovisade resultatet.

- Kassaflödet från *investeringsverksamheten*

Detta visar i vilken omfattning utbetalningar skett med avseende på investeringar som är avsedda att generera framtida intäkter och kassaflöden. Exempel på kassaflöde som för fastighetsbolag hör till investeringsverksamheten är utbetalningar för förvärv av förvaltningsfastigheter och inbetalningar för avyttringar av förvaltningsfastigheter.[52] Detta medför att värdeförändringar på fastigheter hör till denna kategori. Det är inte tanken att kassaflödet från investeringsverksamheten med fördel ska vara positivt, utan att investeringarna ska generera framtida inbetalningar.

- Kassaflödet från *finansieringsverksamheten*

Denna del visar nettokassaflödet från företagets finansiella del, där ingår bland annat lån, utdelningar och amorteringar. Kategorin är användbar för att prognostisera kreditgivares och andra finansiärers anspråk på framtida kassaflöden.[53]

---

[50] IAS 7 p. 13
[51] Bengtsson, B. (2010) ”Till sist är det bara pengar som räknas” s. 152
[52] IAS 7 p. 16
[53] IAS 7 p. 17

3.4 Ekonomisk vinst

Ekonomisk vinst definieras som nettokassaflödet plus förändringar i marknadens värderingar av företagets nettotillgångar.[54] För att ekonomisk vinst ska kunna redovisas förutsätts perfekta och kompletta marknader. Med perfekt marknad menas att det inte finns transaktionskostnader för handel med tillgångar och att inga individer eller företag har konkurrensfördelar i jämförelse med andra aktörer på marknaden. I definitionen ingår även att ingen aktör förväntas få en avkastning som är högre än kapitalkostnaden samt att värdet på tillgångar är oberoende av handlingar som utförs av företag och olika personer. Med komplett marknad menas att en marknad existerar och att priset är allmänt tillgängligt. Utfallet om definitionerna av kompletta och perfekta marknader uppfylls blir att alla aktörer gör samma värderingar av tillgångar. Värdet kan bestämmas på ett entydigt sätt.[55]

I verkligheten är perfekta och kompletta marknader ofta inte fallet, vilket gör att tillgångarnas värde inte kan fastställas på ett entydigt sätt. Framtida kassaflöden och räntor är osäkra och har inte ett lika tydligt samband som de har i modeller som bygger på dessa faktorer. Detta gör att även värdet på tillgångar är osäkert. I verkligheten bygger nuvärdet på förväntade framtida kassaflöden och förväntade räntor som bygger på olika beslutfattares förväntningar.[56] Detta gör att olika potentiella köpare på en och samma marknad kan värdera samma tillgång till olika värden. En följd av verklighetens imperfekta marknad är att det verkliga värdet inte kan fastställas på ett entydigt sätt, i en värld av osäkerhet gäller att resultatet oavsett hur det är mätt på sin höjd endast är en god approximation av den ekonomiska vinsten.

3.5 Det redovisade resultatet

Resultaträkningen är den finansiella rapport som visar resultatet, alltså vinsten alternativt förlusten för en redovisningsperiod, vilket utgörs av skillnaden mellan intäkter och kostnader hänförbara till den aktuella perioden.[57] I resultatet redovisas endast periodens levererade prestationer och förbrukade resurser, i syfte att resultatet ska vara rättvisande.[58]

---

[54] White, G-I., Sondhi, A-C., Fried, D. (1998) “The analysis and use of financial statements” s. 37
[55] Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) ”Internationell redovisning” s. 32
[56] White, G-I., Sondhi, A-C., Fried, D. (1998) “The analysis and use of financial statements” s. 37-38
[57] Tagesson, T., Öhman, P. (2010) ”Redovisning i ett nötskal” s. 32
[58] Ibid, s. 34

I den löpande redovisningen är det inkomster och inbetalningar samt utgifter och utbetalningar som förekommer, därför krävs periodisering. Intäkter är periodiserade inkomster och kostnader är periodiserade utgifter, därmed kan man definiera resultatet som det periodiserade kassaflödet.[59] Periodiseringar är alltså en faktor som påverkar att resultatet kan avvika från kassaflödet.

Det redovisade resultatet mäts med hjälp av periodiseringar och ger information om företagets förmåga att generera framtida kassaflöden. Det redovisade resultatet är inte ”a priori”, det är beroende av intryck som kommer utifrån.[60]

Periodiseringsproblemet; att intäkterna och kostnaderna inte alltid är lika stora som inkomsterna och utgifterna i en period beror på två saker, transitoriska poster och antecipativa poster. Transitoriska poster är den del av inkomsterna och utgifterna som går att hänföra till tidigare eller kommande redovisningsperioder. Antecipativa poster är den del av tidigare och kommande perioders inkomster och utgifter som är hänförliga till innevarande redovisningsperiod.[61]

Tidigare och delvis fortfarande har de grundläggande redovisningsprinciperna, försiktighetsprincipen och realisationsprincipen varit viktiga. Värderingar ska göras med försiktighet och orealiserade vinster ska inte finnas med i resultaträkningen. I och med införandet av IFRS har värdering till verkligt värde fått ta en större plats i svenska börsbolags redovisning än tidigare. I och med att fastighetsbolagen värderar sitt fastighetsbestånd till verkligt värde och tillåts redovisa värdeförändringar över resultaträkningen så tillåts alltså resultaträkningen innehålla stora antecipativa poster och orealiserade vinster.

3.6 Värdering av förvaltningsfastigheter

Förvaltningsfastigheter är fastigheter, mark och/eller byggnad, som innehas i syfte att generera hyresinkomster och/eller värdestegring. Fastigheter som används i produktion eller vid tillhandahållandet av varor och tjänster klassificeras alltså inte som förvaltningsfastigheter, de innehar istället betäckningen rörelsefastigheter. De flesta

[59] Gröjer, J-E. (1994) ”Grundläggande redovisningsteori” s. 85
[60] White, G-I., Sondhi, A-C., Fried, D. (1998) “The analysis and use of financial statements” s. 40
[61] Gröjer, J-E. (1994) ”Grundläggande redovisningsteori” s. 86

fastigheter som innehas av fastighetsbolag är alltså att betrakta som förvaltningsfastigheter.[62] I IAS 40 - Förvaltningsfastigheter framgår det att fastighetsbolag tillåts värdera fastigheter till verkligt värde.[63] Definitionen av verkligt värde samt en ram för värdering till verkligt värde finns i IFRS 13 - Värdering till verkligt värde.[64]

3.6.1 IAS 40 - Förvaltningsfastigheter

Syftet med IAS 40 är att klargöra hur förvaltningsfastigheter ska behandlas i redovisningen och vilka upplysningar som måste finnas med.[65]

- Redovisning *vid* förvärvstidpunkten

Vid tidpunkten för ett förvärv av en förvaltningsfastighet tas fastigheten upp till anskaffningsvärde i redovisningen.[66] Anskaffningsvärdet utgörs av inköpspriset och eventuella kostnader som är direkt kopplade till köpet.[67]

- Redovisning *efter* förvärvstidpunkten

Vid redovisning av förvaltningsfastigheters värde efter förvärvstidpunkten ska företaget välja redovisningsprincip. De har möjlighet att i balansräkningen antingen redovisa till verkligt värde eller anskaffningsvärde. Den princip som väljs ska tillämpas konsekvent, på samtliga av företagets förvaltningsfastigheter.[68] Verkligt värde är det belopp som skulle erhållas för förvaltningsfastigheten vid eventuell försäljning på balansdagen, under förutsättning att det är en ordnad transaktion mellan aktörer på marknaden.[69] Vägledning om hur värdering till verkligt värde ska ske finns i IAS 13. Om man redovisar till verkligt värde gäller att värdeförändringar går över resultaträkningen. Om man som redovisningsprincip väljer att redovisa till anskaffningsvärde även efter anskaffningstidpunkten ska man tillämpa IAS 16 och redovisa det som andra materiella anläggningstillgångar[70] och göra systematiska

[62] IAS 40 p. 5
[63] IAS 40 p. 30
[64] IFRS 13 p. 1
[65] IAS 40 p. 1
[66] IAS 40 p. 20
[67] IAS 40 p. 21
[68] IAS 40 p. 30
[69] IAS 40 p. 5
[70] IAS 16 p. 5

avskrivningar.[71] Då redovisas omvärderingar i övrigt totalresultat och ackumuleras i omvärderingsreserven i det egna kapitalet.

Även om ett företag väljer att redovisa till anskaffningsvärde är de dock skyldiga att lämna upplysningar om förvaltningsfastigheternas verkliga värde,[72] Värdering till verkligt värde sker med andra ord alltid, företagens val ligger i om de vill redovisa det verkliga värdet i balansräkningen eller endast lämna upplysning om det i not.

Figur 3. ***Bilden visar ett förtydligande av valet av redovisning enligt IAS 40***

3.6.2 IFRS 13 - Värdering till verkligt värde

IASB och FASB (Financial accounting standards board) har i ett samarbete arbetat för att skapa en större överensstämmelse mellan IFRS och US GAAP (Generally accepted accounting principles) vad gäller synen på verkligt värde och vad det är. Resultatet av samarbetet blev IAS 13 som tillämpas sedan år 2013.[73]

IAS 13 tillämpas när en annan IFRS-standard tillåter eller har som krav att värdering sker till verkligt värde eller att det lämnas upplysningar om värderingar till verkligt värde. Standarden fungerar som en ram och reglerar inte vilka tillgångar och skulder som ska eller tillåts värderas till verkligt värde.[74] Exempelvis används IFRS 13 när fastighetsbolag ska värdera fastighetsbeståndet till verkligt värde.

Vid värdering till verkligt värde ska företagen använda värderingstekniker som under omständigheterna är lämpliga och för vilka det finns tillräckliga uppgifter tillgängliga. Som grund gäller att användningen av relevanta observerbara indata ska maximeras, medan

[71] IAS 16 p. 43
[72] IAS 40 p. 32
[73] PWC
[74] IFRS 13 p. 5

användningen av icke observerbara indata minimeras.[75] I IFRS 13 framgår en trestegstrappa med värderingsmetoder, där värdering ska ske till så hög nivå som möjligt.

- Nivå 1 - Noterat pris

Indata på denna nivå är noterade priser på aktiva marknader för identiska tillgångar.[76] Ett noterat pris på en aktiv marknad ska användas för värdering till verkligt värde om det finns tillgängligt, då det är den mest tillförlitliga uppgiften om verkligt värde.[77] Indata för förvaltningsfastigheter är inte tillgänglig på nivå 1, eftersom att varje fastighet är unik. Det finns som för många finansiella tillgångar en börs som gör att verkligt värde på nivå 1 kan fastställas.[78]

- Nivå 2 - Ortsprismetoden

Noterade priser för liknande tillgångar på aktiva marknader är vad som används på nivå 2.[79] För fastigheter gäller alltså som underlag för bedömning av verkligt värde liknande byggnader på liknande platser. Man utgår från priser på fastigheter på samma ort och tillåts göra justeringar beroende på faktorer som är specifika för fastigheten. Det kan vara faktorer som skick, plats och aktivitetsnivån på marknader där indata observerades.[80] En justering som är betydande för hela värderingen kan leda till att man istället ska göra en värdering till verkligt värde enligt nivå 3.[81]

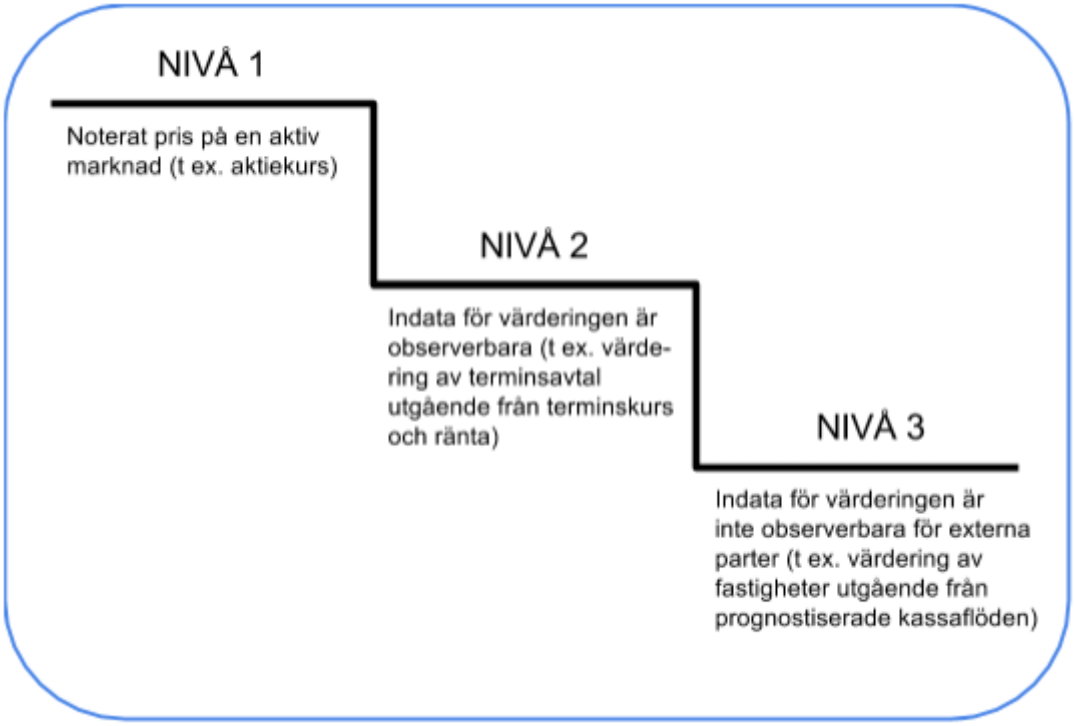
- Nivå 3 - Nuvärdesmetoden

Indata på nivå 3 är icke observerbara indata för tillgången.[82] Värdering på denna nivå ska ske när observerbara data inte finns tillgänglig. Icke observerbara indata ska spegla de antaganden som aktörerna på marknaden skulle använda för att prissätta tillgången, medräknat antagandet om risk.[83] Det kan vara nödvändigt att göra justeringar för risk när det föreligger en betydande osäkerhet i värderingen.[84] På nivå 3 används nuvärdemetoden eller kassaflödesmetoden som

[75] IFRS 13 p. 61
[76] IFRS 13 p. 76
[77] IFRS 13 p. 77
[78] IFRS 13 p. 78
[79] IFRS 13 p. 82
[80] IFRS 13 p. 83
[81] IFRS 13 p. 84
[82] IFRS 13 p. 86
[83] IFRS 13 p. 87
[84] IFRS 13 p. 88

den också kallas, de framtida kassaflödena som förväntas genereras av förvaltningsfastigheten nuvärdeberäknas med en diskonteringsränta.[85] Diskonteringsräntan har stor betydelse för beräkningen och motsvarar avkastningskravet, den ska också ta hänsyn till inflationen. Ett sätt att bestämma diskonteringsräntan är att se till marknadens avkastningskrav.[86] Värderingar utifrån nivå 3 är mer osäkra och subjektiva i jämförelse med värdering på nivå 2 och framförallt nivå 1.[87] När värdering sker på nivå 3 gäller att företaget måste lämna upplysningar om värderingsteknikerna som har används samt lämna kvantitativ information om betydande icke observerbara indata som använts vid värdering.[88]

Om det verkliga värdet inte kan fastställas på ett tillförlitligt sätt ska fastighetsbolaget fortsätta värdera fastigheten till anskaffningsvärde, även efter förvärvstidpunkten.[89] Man redovisar då enligt IAS 16 och gör systematiska avskrivningar.[90]



Figur 4. ***Värderingstrappan, bearbetad med ursprung från Sundgren, S. et al. "Internationell redovisning" s. 41***

[85] IFRS 13 p. 14
[86] Andersson, G. (2013) "Kalkyler som beslutsunderlag" s. 176
[87] IFRS 13 p. 94b
[88] IFRS 13 p. 93d
[89] IAS 40 p. 53
[90] IAS 40 p. 56

3.6.3 Oberoende värdering

För att kunna redovisa till verkligt värde krävs värdering av fastigheterna. Värdering krävs även vid redovisning till anskaffningsvärde, på grund av att det då är ett krav att lämna upplysningar om verkligt värde. Företag ”uppmuntras” att basera förvaltningsfastigheternas verkliga värde på värderingar genomförda av oberoende värderingsmän som besitter relevanta kvalifikationer och har aktuella kunskaper i värdering av den sorts fastigheter på den plats som är aktuell.[91] Fastighetsbolagen ska lämna upplysningar om i hur stor omfattning det verkliga värdet på förvaltningsfastigheter baseras på värderingar av oberoende värderingsmän. Om någon sådan värdering inte har skett ska detta anges.[92]

3.7 Kassagenerering som verktyg

Syftet med ett företags verksamhet är att generera pengar, för att detta ska vara möjligt måste företaget även generera vinst. Därav kan det konstateras att ett företags redovisade värde är värdelöst så länge det inte åtföljs av motsvarande summa pengar.[93]

Kassagenerering visar relationen mellan kassaflödet från den löpande verksamheten och årets resultat justerat för ej kassaflödespåverkande poster.[94] Kassagenerering mäter alltså hur stor del av resultatet som har blivit till inbetalningar och kassaflöde.

Kassagenerering kan användas som verktyg för att undersöka om ett företag har påverkat och försökt uppvisa ett bättre resultat än vad som egentligen föreligger. Som tidigare nämnts har företaget Elekta senaste tiden florerat i media på grund av sin intäktsredovisning. I artikeln ”Luft i redovisningen kan slå mot småspararna” framgår det att Elekta redan vid leverans redovisar intäkter, även fast de inte fullt ut har erhållit betalning. Detta medför att det kan gå lång tid från det att intäkten bokas till dess att inbetalning sker och kassaflödet förändras. Skillnaderna i resultatet och kassaflödet borde jämna ut sig över tid, men efter genomgångar och beräkningar av kassagenereringen framgår det att skillnaden mellan dessa ändå varit stor i flera år. På grund av detta har Elekta jämförts med Eniro som också redovisat intäkter alltför tidigt och dessutom polisanmält sin tidigare VD för att ha ”friserat” siffrorna.[95]

---

[91] IAS 40 p. 32
[92] IAS 40 p. 75:5
[93] Bengtsson, B. (2010) ”Till sist är det bara pengar som räknas” s. 149
[94] ”Elekta når inte hela vägen” (2014) *Dagens Industri*
[95] Forsberg, B (2014) ”Luft i redovisningen kan slå mot småspararna” *Dagens Nyheter*

Bengtssons metod att under en medellång period beräkna kvoten mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten bygger på teorin om kassagenerering. Han menar att metoden kan användas för att bedöma vilken relevans den periodiserade redovisningen har.[96]

3.8 Tidigare forskning

Det har forskats och skrivits en hel del om värdering till verkligt värde och däribland värdering av förvaltningsfastigheter till verkligt värde. En del forskare, exempelvis Barlev, ställer sig positiva och anser att verkligt värde medför att redovisningen blir mer relevant och rättvisande.[97] Andra forskare, exempelvis Watts, ser inte lika positivt på att verkligt värde i redovisningen prioriteras framför tillförlitligheten. Detta då han menar att uppskattningen av det verkliga värdet bygger på företagets subjektiva värderingar, som ger företaget möjlighet att påverka uppskattningen av värdet.[98]

3.8.1 Redovisning till verkligt värde

Bengt Bengtsson har forskat en hel del på området värdering till verkligt värde i svenska fastighetsförvaltande bolag. I artikeln ”Till sist är det bara pengar som räknas” redogör Bengtsson för en empirisk studie gjord på de sju största fastighetsförvaltande börsbolagen mellan kvartal 4, år 2002 och kvartal 4, år 2009. Studien grundades som nämnt på kvoten mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten.

Undersökningen visar att efter kvartal 4, år 2009 uppgår det ackumulerade resultatet till 40 196 MSEK och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten till 27 863 MSEK, vilket ger en kvot däremellan som uppgår till 1,44. I studien framgår det att efter att fastighetsbolagen börjar tillämpa IAS 40 år 2005 bildas ett ”gap” mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten. Bengtsson framhåller att om gapet förblir stort eller ökar med åren kan det tolkas som en indikation på subjektiv redovisning. Han menar att ett sådant resultat antyder att företagen har svårt att generera de pengar som prognostiserats i den periodiserade redovisningen.[99]

---

[96] Bengtsson, B. (2011) ”Kassaflödesanalys genom indirekt metod” s. 15
[97] Barlev, B., Haddad J R. (2003) “Fair value accounting and management of the firm” s. 385
[98] Watts, RL. (2003) “Conservatism in accounting Part 1: explanations and implications” s. 209
[99] Bengtsson, B. (2010) ”Till sist är det bara pengar som räknas” s. 152-153

I artikeln pekar Bengtsson på att periodiserad redovisning endast är en prognos över pengar samt att det är först då inbetalningarna också blir en del av kassaflödet som betalningsströmmarna kan anses vara säkra.[100] Detta på grund av att genererad vinst till följd av omvärdering av fastigheter förs in i resultaträkningen, men att kassaflödet inte uppdateras för än vid en försäljning. Utifrån detta resonemang framhåller Bengtsson att kassaflödet ackumulerat över en längre tid kan användas som ett värdefullt komplement för kontroll av den periodiserade redovisningens historiska relevans.[101] Konsekvensen av detta blir att kassaflödet kan över en längre period vara användbart i kombination med den periodiserade redovisningen; resultatet.

Att använda kassaflödesanalysen som ett kontrollinstrument är inte ett helt nytt fenomen. I början av 1970-talet kom man fram till att företaget W. T Grant Company hade kunnat förutsägas gå i konkurs med hjälp av kassaflödesanalyser. Under ungefär ett decennium genererade företaget inget kassaflöde och nådde inte upp till de värden som fanns i den periodiserade redovisningen, resultatet. Det kom att bedömas som en subjektiv redovisning och att den periodiserade redovisningen var av mindre värde. I detta fall upptäcktes inte problemen i tid och företaget gick i konkurs.[102]

Bengtsson har även tidigare genomfört studier om värdering till verkligt värde i fastighetsbolag. I sin avhandling ”Verkligt värde i balansräkningen” från 2005 undersökte han fastighetsbolag vid implementeringen av IAS 40. Han riktar fokus mot vad verkligt värde gentemot anskaffningsvärde har för betydelse för redovisningens relevans.[103] Han kom fram till att samtliga tio företag som ingick i undersökningen år 2005 valde att överge anskaffningsvärdemetoden till förmån för värdering till verkligt värde.[104] Att IAS 40 medför möjligheten att redovisa fastigheterna till verkligt värde bidrog vid införandet till ett mindre gap och bättre överensstämmelse mellan det egna kapitalet och börsvärdet. Kongruensen måtten emellan blev dock inte fullständig och det fanns fortfarande en benägenhet att fortsätta använda sig av en försiktig värdering.[105]

---

[100] Bengtsson, B. (2010) ”Till sist är det bara pengar som räknas” s. 149-150
[101] Ibid, s. 151
[102] Largay, J (1980) ”Cash Flows, Ratio Analysis and the W.T. Grant Company Bankruptcy” s. 151
[103] Bengtsson, B. (2005) ”Verkligt värde i balansräkningen - Förvaltningsfastigheter” s. 26
[104] Ibid, s. 105
[105] Ibid, s. 106

I Bengtssons avhandling ”Redovisningens värderelevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40” från 2008 fortsätter han att undersöka fastighetsbolags redovisnings värderelevans. Syftet med studien är att ta reda på om IAS 40 har bidragit till en mer värderelevant redovisning.[106] Studien visar att kvoten mellan börsvärdet och det egna kapitalet upphörde att stiga efter 1 januari 2005 även om aktiekursen fortsatte stiga. På grund av detta kan man anta att externa intressenter redan sedan tidigare har utgått från det verkliga värdet, även fast det inte redovisats i balansräkningen.[107] Bengtsson gör dock helhetsbedömningen att rapporternas informationsvärde har förbättrats och värderelevansen ökat i och med införandet av IAS 40.[108]

I en artikel skrien av Laux och Leuz år 2009 i kölvattnet av finanskrisen belyses den konflikt som en del anser finns mellan redovisningens relevans och tillförlitlighet som en följd av värdering till verkligt värde. Normgivare har i debatten i och med den senaste finanskrisen tvingats se spridningen av värdering till verkligt värde som ansträngande. En del anser att värdering till verkligt värde inom vissa områden varit bidragande till finanskrisen. Författarna lyfter dock fram argument för värdering till verkligt värde, som exempelvis att det gör att förluster kan upptäckas på ett tidigt stadium. De anser att det är bättre att utforma tillsynsregler som accepterar värdering till verkligt värde som utgångspunkt. Författarna framhåller att de inte tycker att det är realistiskt att tro att ignorans av marknadspriser och aktuell information är en god idé.[109]

3.8.2 Risken vid värdering av fastighetsbolag

Bo Nordlund skriver år 2009 i artikeln ”Värdering av förvaltningsfastigheter” att fastigheter inte är lätta att värdera och enligt hans uppfattning föreligger det ett informationssymmetriskt problem som måste lösas för att marknaden ska kunna fungera mer effektivt. Vidare menar han att IAS 40 p. 75d (där det anges att upplysningar om tillämpade metoder och väsentliga antaganden ska lämnas vid värderingen) pekar på ett bidrag till att lösa det informationsproblemet. Det nämns även att det redan där kan vara av väsentlig vikt att

[106] Bengtsson, B. (2008) ”Redovisningens värderelevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40” s. 1
[107] Ibid, s. 156
[108] Ibid, s. 157
[109] Laux, C., Leuz, C. (2009) “The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate” s. 826–834

poängtera att informationen bör finnas inom de formella finansiella rapporterna och inte på annan plats i årsredovisningen.

Nordlund tar även upp kassaflödets väsentlighet, enligt Svensk Fastighetsindex årliga kvalitetsgranskning händer det ofta att de kassaflöden som diskonteras i värderingsmodeller ofta avviker från de kassaflöden som kan utläsas från företagens resultaträkningar. Detta medför att det finns skäl att kräva att bolagen bör upplysa om vilka kassaflöden som använts i sina värderingsmodeller. Det relevanta värdet är funktionen av räntekrav och kassaflöde, i de fall man använt sig av en avkastningsbaserad metod. Mot bakgrund av finansiella rapporter menar Nordlund att man bör ge ut information som så långt som möjligt ger användaren av den finansiella rapporten möjlighet att själva bilda en uppfattning om fastighetens värde. Den precisa nivån på det verkliga värdet vid en fastighetsvärdering råder det ständigt osäkerhet om, detta kan ge incitament till att företaget valt ett av flertalet möjliga utfall vid bedömningen av denna värdering.

Det verkliga värdet bör även ha kopplingar till faktiska transaktioner på fastighetsmarknaden, företaget ska avge ett utlåtande till vilken grad värderingen stöds av sådana transaktioner. I utlåtandet, menar Nordlund, att det gärna får framkomma hur många relevanta transaktioner som finns för den aktuella typen av fastighet och även vilka prisnivåer som observerats vid affärerna av fastigheterna. Genom detta handlingssätt kan den aktör som använder företagets redovisningsrapport själv bestämma hur rimlig företagets värdering är. Detta medför en minskad osäkerhet angående den eventuella kopplingen mellan värderingen och marknaden. Att värdera enligt komplexa värderingsmodeller menar han är en sak, men att det viktiga dock är att kunna påvisa att bedömda nivåer på verkligt värde även stöds av riktiga marknadstransaktioner.[110]

[110] Nordlund, B. (2009) ”Värdering av förvaltningsfastigheter” s. 33

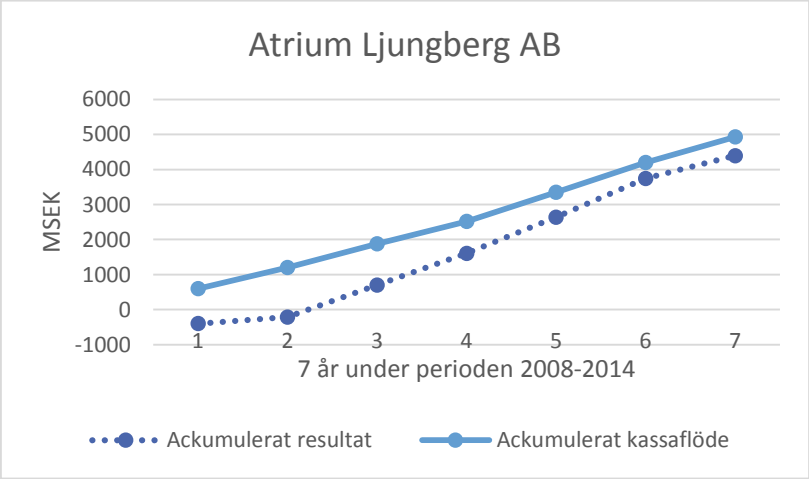
4. Empiri

I empiridelen presenteras samtliga företag och diagram för utvecklingen av det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten. När vi i den här delen skriver ”kvoten” syftas det till kvoten mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande redovisningen mellan år 2008-2014. Med kassaflöde syftas det till kassaflöde från den löpande verksamheten.

4.1 Atrium Ljungberg AB

Atrium Ljungberg innehar största delen av sitt fastighetsbestånd i kontorslokaler främst belägna i storstäderna Stockholm, Malmö och Uppsala. Bolaget noterades på börsen 1994 och finns idag noterat på Large Cap-listan.

Värdering till verkligt värde görs enligt IFRS 13 på nivå 3, de indata som är icke observerbara är avkastningskravet, förväntningar om hyresnivåer samt vakanser. En nuvärdesberäkning görs av värdet under kalkylränteperioden och restvärdet efter kalkylränteperioden, som vanligen är 5-10 år. För att kunna genomföra en nuvärdesberäkning måste avkastningskravet fastställas. Det fastställer företaget med hjälp av ortsprismetoden, vilket innebär att information samlas från liknande transaktioner på motsvarande marknader. För att säkerställa den interna värderingen har under 2014 54% av fastigheternas totala värde värderats externt av en oberoende värderingsman, varav 35% värderades vid årets slut.



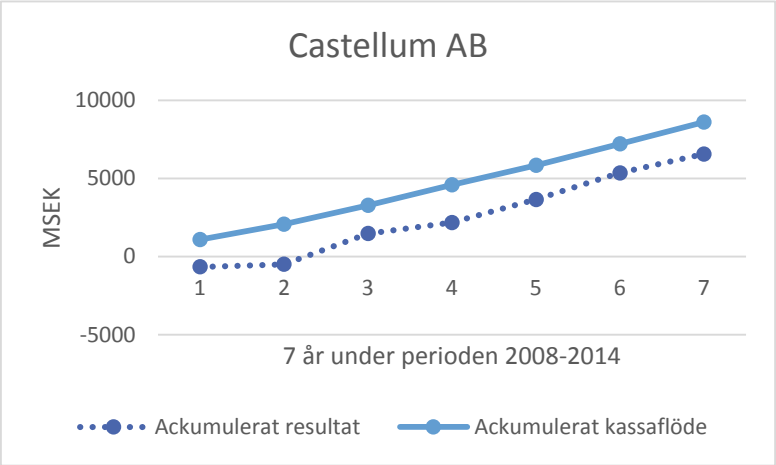
I diagrammet framgår att Atrium Ljungberg har haft en jämn utveckling, det ackumulerade kassaflödet har varit något högre än resultatet under hela perioden. Kvoten är 0,89.

Figur 5. Atrium Ljungberg AB

4.2 Castellum AB

Castellum börsintroducerades 1997 och är idag ett av de största fastighetsförvaltande bolagen och finns noterade på börsens Large Cap-lista. Castellums fastighetsbestånd består av kommersiella fastigheter i Stockholm, Göteborg, Mälardalen, östra Götaland och Öresundsregionen.

Castellum tillämpar nivå 3 i IFRS värderingshierarki. Värderingen genomförs enligt företaget på ett enhetligt sätt, och baserades på en tioårig kassaflödesmodell. Den interna värderingen bygger på en individuell bedömning för varje fastighet av dels den framtida intjäningsförmågan och dels marknadens krav på avkastning. Under 2014 har fastigheter motsvarande 52% av fastighetsbeståndets värde värderats externt. Främst har de värdemässigt största fastigheterna externvärderats, men urvalet har också gjorts i syfte att efterlikna fastighetsbeståndets fördelning och geografiska spridning.



Castellum har för hela perioden redovisat ett något högre ackumulerat kassaflöde än ackumulerat resultat. Kvoten är 0,76.

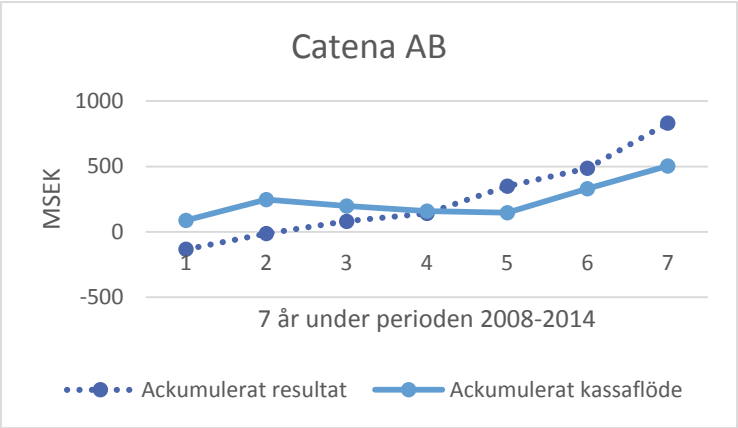
Figur 6. Castellum AB

4.3 Catena AB

Catena innehar logistikfastigheter belägna främst i Öresund, Göteborg och Stockholm. Catena har varit börsnoterat sedan 2006 på Stockholmsbörsen och återfinns idag på Mid Cap-listan.

Catena genomför värdering till verkligt värde utifrån nivå 3 i hierarkin. Omvärdering till verkligt värde under löpande år sker genom en intern värderingsmodell, en nuvärdeberäkning av bedömda framtida betalningsströmmar framräknas. Om väsentliga värdeförändringar sker under ett år omvärderas fastigheten vid kvartalsrapportering. Den interna värderingen kvalitetkontrolleras genom ett urval som externvärderas årligen varefter avstämning sker

mellan den interna och den externt utförda värderingen. Under 2014 uppgick den externt värderade andelen till cirka 74%.



Figur 7. Catena AB

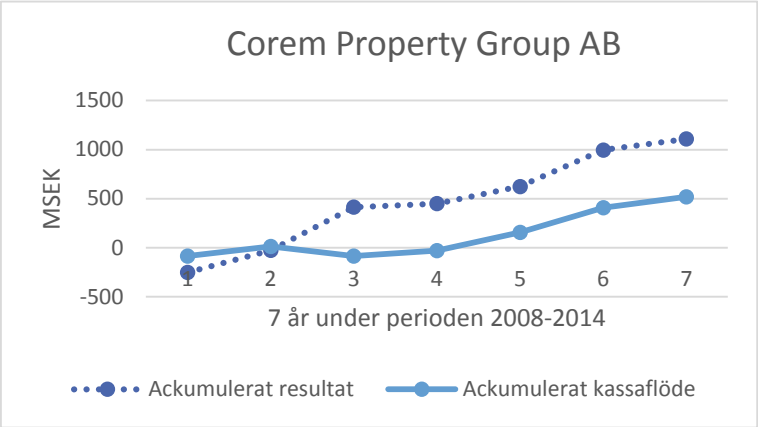
För Catena kan man se att det ackumulerade kassaflödet överstiger det ackumulerade resultatet fram till 2011 då det blir tvärt om. Kvoten är 1,65.

4.4 Corem Property Group AB

Corem förvaltar och äger logistik-, lager-, industri- och handelsfastigheter i de mellersta och södra delarna av Sverige samt i Danmark. Corem börsintroducerades 2007 är i dagsläget noterat på Mid Cap-listan.

Värderingen till verkligt värde grundar sig på kassaflödesanalys, fastigheternas värde baseras på nuvärdet av prognostiserade kassaflöden och restvärde under kalkylperioden. En tioårig kalkylperiod används i normalfallet, de har dock ett antal fastigheter med långa hyresavtal med avtalslängd på över tio år, kalkylperioden har då anpassats till detta. Corem använder sig således av nivå 3 i värderingstrappan.

Vid varje kvartal genomförs extern värdering av ett urval av fastigheterna, information inhämtas kontinuerligt från externa värderingsinstitut som stöd för den interna värderingsprocessen. Under 2014 externvärderades fastigheter motsvarande 38% av fastighetsbeståndets värde.



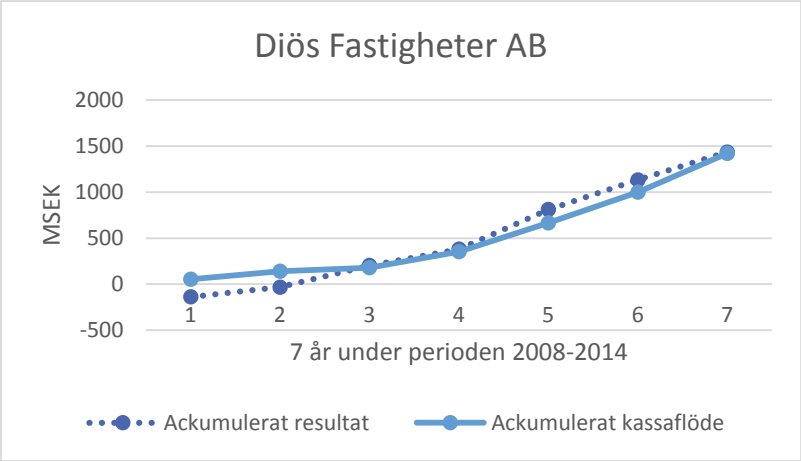
Under 2008 och 2009 överstiger det ackumulerade kassaflödet det ackumulerade resultatet. Därefter är det tvärt om och det ackumulerade resultatet är ca dubbelt så högt som det ackumulerade kassaflödet från år 2010. Kvoten är 2,13.

Figur 8. Corem Property Group AB

4.5 Diös Fastigheter AB

Diös är det största fastighetsbolaget i norra Sverige. De har fastigheter av varierande slag på en marknad som sträcker sig från Luleå till Borlänge. Diös noterades på börsen 2006, då på Small Cap-listan, men idag återfinns bolaget på Mid Cap-listan.

Värderingen till verkligt värde baseras på en femårig kassaflödesmodell, värdet utgörs av nuvärdet av nettodriftöverskottet och restvärdet. Värderingen sker alltså i enighet med nivå 3 inom värderingshierarkin i IFRS 13. Det som har den mest avgörande betydelsen vid beräkningen av värdet är avkastningskravet och antaganden om den framtida tillväxten. I Diös värderingsmetod externvärderas de 100 största fastigheterna sett till värdet under året, 25% av dem värderas per kvartal.



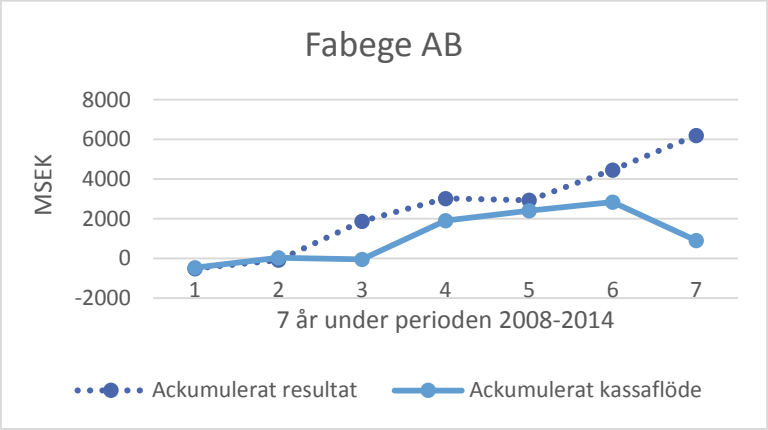
För Diös gäller att kurvorna ackumulerat resultat och ackumulerat kassaflöde följer varandra väl under hela perioden. Kvoten är 1,01.

Figur 9. Diös Fastigheter AB

4.6 Fabege AB

Fabege är ett starkt inriktad bolag, både geografiskt och vad gäller typen av fastigheter. Deras fastighetsbestånd består av kommersiella lokaler som kontor och butiker i fyra områden i Stockholm med hög tillväxt. Dessa är Stockholms innerstad, Arenastaden, Solna Business Park och Hammarby Sjöstad. Fabege finns noterat på Large Cap-listan.

Fabege tillämpar nivå 3 i värderingshierarkin, en kassaflödesmodell där driftöverskottet minus återstående investeringar nuvärdesberäknas under en fem- eller tioårig kalkylperiod. Vid varje kvartal externvärderas cirka 25% av fastighetsbeståndet, vilket gör att alla fastigheter värderas av en extern värderingsman minst en gång per år.



Figur 10. Fabege AB

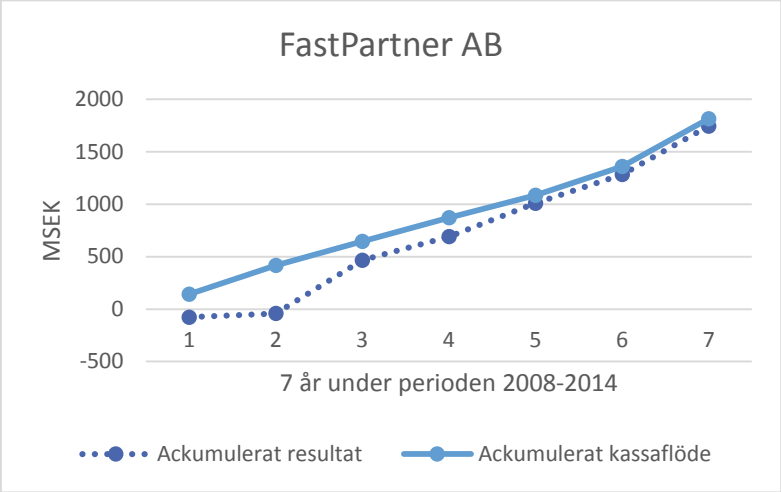
Kvoten för Fabege är för hela perioden 6,85. Det som mest påverkar att kvoten blir så hög är att företaget under 2014 uppvisar det låga kassaflödet (-1 914) vilket mest beror på posten betald inkomstskatt (-1 607) som i sin helhet bestod av utbetald skatt med avseende på pågående skatteärenden samt av posten förändring i rörelsekapital (-1 021), som består av förändringar i fodringar och skulder med avseende på bland annat ränteintäkter, utdelningar och räntekostnader.

4.7 FastPartner AB

FastPartner är ett stort fastighetsbolag som börsintroducerades 1998 och idag finns noterat på Large Cap-listan. Fastighetsbeståndet finns främst i Stockholm och Gävle och består av främst lager- och produktionsfastigheter men också av butikslokaler och kontor.

FastPartner värderar utifrån nivå 3. Vid varje kvartal värderas hela fastighetsbeståndet av två externa värderingsinstitut, för att få ett så korrekt marknadsvärde som möjligt. Den externa värderingen utgår från information om utgående hyra, avtalsperiod, eventuella tillägg och rabatter, vakansnivåer, kostnader för drift och underhåll samt större planerade eller nyligen utförda investeringar, underhåll och reparationer. De externa värderingsföretagen värderar också utifrån ort- och marknadsvillkor. Den av de två externa värderingarna som bäst

stämmer överens med FastPartners interna värdering används som verkligt värde. Som underlag för bedömningen av värdet används kassaflödet, en beräkning av nuvärdet görs av framtida driftsnetto och restvärde. Kalkylperioden är normalt tio år.



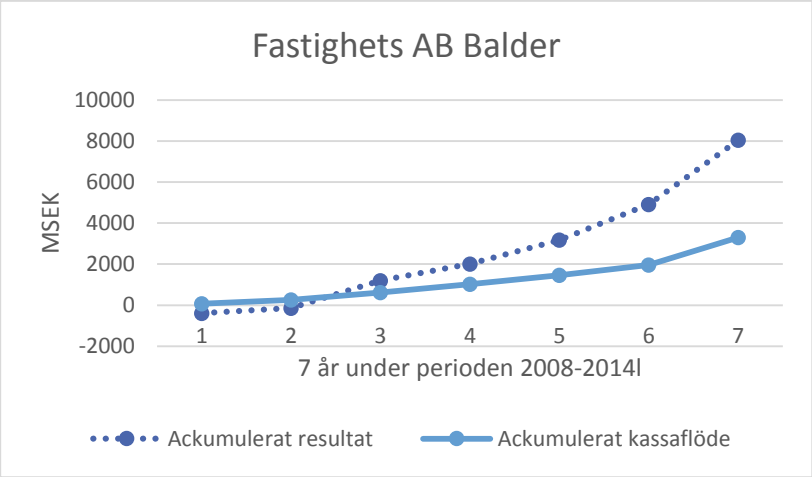
Det ackumulerade kassaflödet har varit aningen högre än det ackumulerade resultatet under perioden för FastPartner. Kvoten för perioden är 0,96.

Figur 11. FastPartner AB

4.8 Fastighets AB Balder

Fastighets AB Balder innehar kommersiella fastigheter i och kring storstäder samt bostadsfastigheter på orter som uppvisar tillväxt. Bolaget har varit börsnoterat sedan 1998 och idag är balderaktien noterad på Large Cap-listan.

Samtliga fastigheter värderas enligt nivå 3 i värderingshierarkin, det verkliga värdet baseras på interna värderingar. Balder genomför intern värdering som bygger på en tioårig kassaflödesanalys, alla fastigheter värderas individuellt utifrån en nuvärdeberäkning av framtida kassaflöden. För att säkerställa de interna värderingarna har ett urval fastigheter värderats externt. Balder lämnar uppgifter om att fastigheter till ett värde av 2 400 MSEK har externvärderats under 2014, vilket kan ställas i relation till att fastighetsbeståndets värde på balansdagen uppgår till 37 382 MSEK. Därmed kan det beräknas att 6,4% av fastighetsbeståndets värde har externvärderats under 2014.



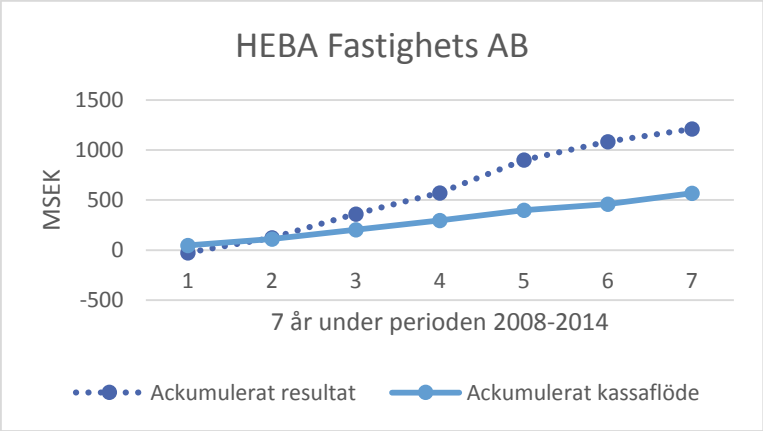
Figur 12. Fastighets AB Balder

År 2008 och 2009 är det ackumulerade kassaflödet något högre än det ackumulerade resultatet. Efter 2009 bli det motsatt och det bildas ett gap mellan kurvorna. Kvoten för perioden är 2,43.

4.9 HEBA Fastighets AB

HEBA Fastighets AB börsnoterades 1994, i samband med att de bytte namn från HEBA Byggnads AB. Idag finns bolaget noterat på Large Cap-listan och är inriktat på bostadsfastigheter i Stockholmsområdet.

Verkligt värde fastställs genom bedömning av marknadsvärdet för varje enskilt värderingsobjekt. Som huvudmetod har kassaflödesanalys används där ett kalkylmässigt framtida driftnetto beräknats under en femårig kalkylperiod med hänsyn tagen till nuvärdet av ett bedömt marknadsvärde vid kalkylperiodens slut. Nivå 3 tillämpas således. För att kunna redovisa ett rättvisande marknadsvärde externvärderas varje fastighet två gånger varje år. Varje kvartal internvärderas två tredjedelar av fastighetsbeståndet, medan en tredjedel externvärderas. Vid årsbokslutet värderas samtliga fastigheter externt.



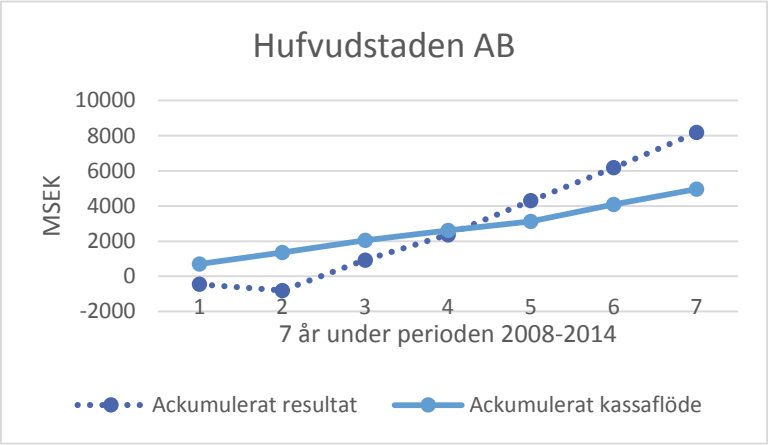
Figur 13. HEBA Fastighets AB

Från och med 2009 uppvisar HEBA ett högre ackumulerat resultat än kassaflöde och gapet ökar dessutom med tiden. Kvoten för perioden är 2,13.

4.10 Hufvudstaden AB

Hufvudstaden är ett anrikt företag som grundades 1915 av Ivar Kreuger. De börsintroducerades 1938 och finns idag noterat på Large Cap-listan. Hufvudstadens verksamhet utgörs av att förvalta fastigheter, exempelvis kontor i Stockholm och Göteborg.

Värderingen sker utifrån nivå 3. Bedömning av värdet görs genom tillämpning av nettokapitaliseringsmetoden, som är en variant av ortsprismetoden. Metoden innebär att marknadens avkastningskrav sätts i relation till fastighetens driftsnetto. Avkastningskraven bygger på information om marknadens förväntningskrav på köp av jämförbara fastigheter på jämförbara platser. Under 2014 har 32% av fastigheternas marknadsvärde värderats externt i syfte att säkerställa den interna värderingen.



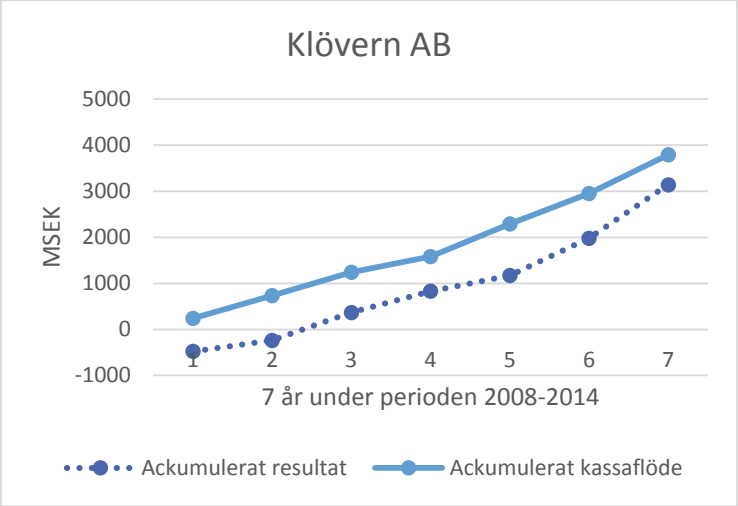
Hufvudstadens ackumulerade kassaflöde har varit högre än det ackumulerade resultatet fram till 2011. Därefter är det ackumulerade resultatet högre än det ackumulerade kassaflödet. Kvoten är 1,65.

Figur 14. Hufvudstaden AB

4.11 Klövern AB

Klövern inriktar sin verksamhet på kommersiella lokaler spridda i stora delar av landet. Bolaget börsnoterades 2003 och återfinns idag på Mid Cap-listan.

Samtliga värderingar av fastigheter sker enligt nivå 3 i värderingshierarkin. Klövern värderar normalt 20-30% av fastighetsbeståndet externt varje kvartal, vilket gör att alla fastigheter externvärderas minst en gång per år. Värderingsmodellen som används av såväl de externa värderingsmännen som företaget själva, är en avkastningsbaserad kassaflödesmodell.



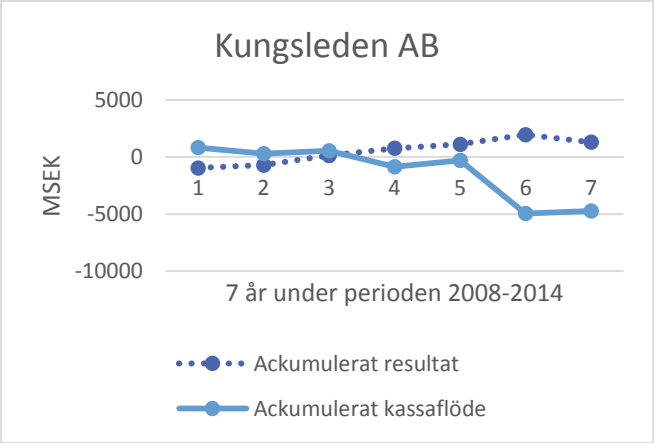
I Klövern är det ackumulerade kassaflödet högre än det ackumulerade resultatet i hela perioden. Kvoten är 0,83.

Figur 15. Klövern AB

4.12 Kungsleden AB

Kungsleden innehar främst kontor-, lager- och industrilokaler som de förvaltar i södra och mellersta Sverige. Kungsleden börsnoterades 1999 och återfinns idag på Mid Cap-listan.

Värdering till verkligt värde sker utifrån nivå 3. Kungsleden tillämpar en kombination av den avkastningsbaserade kassaflödesmetoden och ortsprismetoden. Varje fastighets framtida kassaflöde nuvärdeberäknas tillsammans med restvärdet utifrån en femårig kalkylperiod. Avkastningskraven bedöms utifrån analyser av genomförda transaktioner på respektive ort enligt ortsprismetoden. I syfte att kvalitetssäkra den interna värderingen genomförs extern värdering. Vid slutet av 2014 har extern värdering gjorts på samtliga 305 fastigheter.



Kungsleden redovisar ett stadigt resultat som dock inte har stöd av kassaflödet, som under nästan hela perioden varit negativt. Kvoten är -0,27, vilken påverkas starkt av det låga kassaflödet under 2013. Kassaflödet var då starkt negativt till stor del på grund av förändringen av rörelsekapitalet om -5 128, som främst var lösen av rörelseskulder till GE Capital Real Estates (ett uppköpt bolag) som fanns i de två bolagskoncerner som köptes från GE.

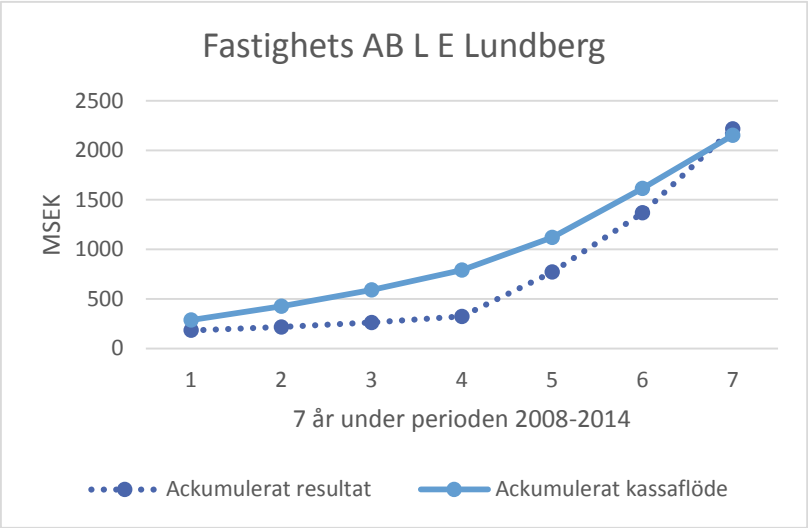
Figur 16. Kungsleden AB

En negativ kvot kan vara svårtolkad då den inte beskriver om det är nämnaren eller täljaren som har ett negativt värde. När man får en negativ kvot som i detta fall är det lämpligt att istället direkt se om det ackumulerade resultatet eller det ackumulerade kassaflödet är högst. I detta fall framgår det att det ackumulerade resultatet är högst.

4.13 Fastighets AB L E Lundberg

Fastighets AB L E Lundberg är ett helägt dotterbolag till L E Lundbergsföretagen AB som börsnoterades 1983 och idag finns noterat på Large Cap-listan. Fastighets AB L E Lundberg har ett fastighetsbestånd bestående av främst bostäder, kontors- och butikslokaler lokaliserade i mellersta Sverige.

Värderingen till verkligt värde sker enligt nivå 3 i värderingshierarkin. Bedömningen av det verkliga värdet baseras på uppskattade framtida betalningsströmmar och på ortsprismaterial. Nuvärdesberäkningarna bygger på diskonterade kassaflöden under en tioårig kalkylperiod. För att säkerställa den interna värderingen har 59% av fastighetsbeståndets värde värderats externt under 2014.



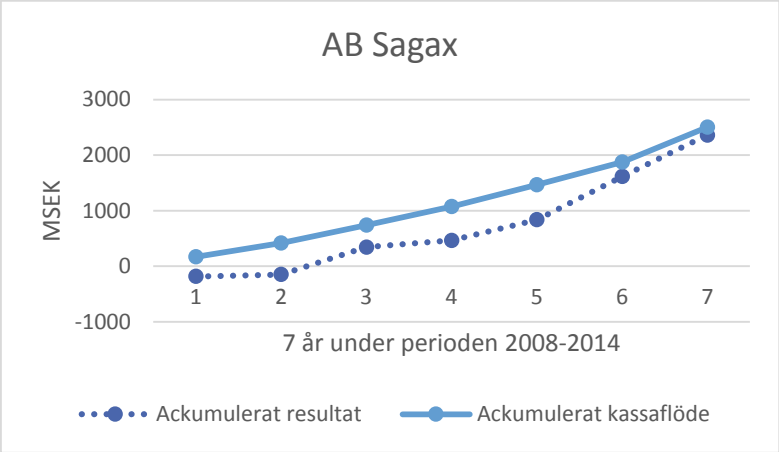
Figur 17. Fastighets AB L E Lundberg

LE Lundberg har under nästan hela perioden uppvisat ett högre ackumulerat kassaflöde än resultat, precis vid periodens slut överstiger det ackumulerade resultatet det ackumulerade kassaflödet. Kvoten är 1,03.

4.14 AB Sagax

AB Sagax förvaltar kommersiella fastigheter, främst inom lager och industri. De största delarna av fastighetsbeståndet finns i huvudstäderna Stockholm och Helsingfors. Bolaget noterades på börsen 2007 och är idag noterat på Mid Cap-listan.

Värderingar görs enligt nivå 3 i värdehierarkin. Som metod för att bedöma värdet används kassaflödeskalkyler i vilka driftsnetton, investeringar och restvärden nuvärdeberäknas. Kalkylperioden är normalt tio år. Samtliga fastigheter värderades på balansdagen år 2014 av externa värderare.



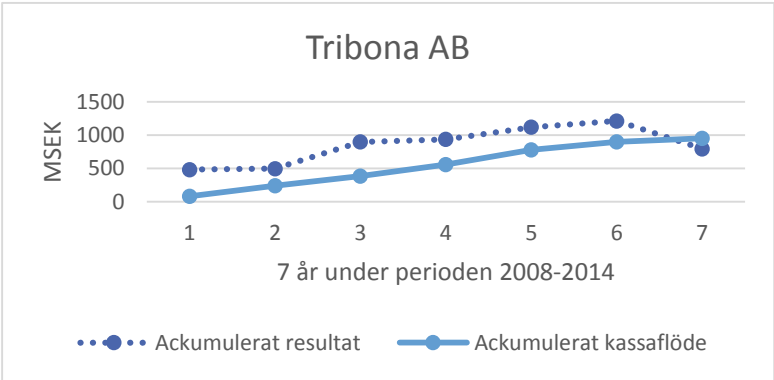
Sagax ackumulerade kassaflöde har varit något högre än det ackumulerade resultatet i hela perioden. Kvoten är 0,94.

Figur 18. AB Sagax

4.15 Tribona AB

Tribona, som tidigare hette Northern Logistic Property, noterades på Stockholmsbörsen 2013 efter att dessförinnan varit noterat på Oslobörsen sedan 2007. Idag finner man Tribona AB på Mid Cap-listan. Bolaget är specialiserat på logistikfastigheter, deras fastighetsbestånd består av 29 stycken fastigheter som alla utom en är lokaliserade i Sverige. Den sista fastigheten finns i Danmark.

Tribonas samtliga fastigheter värderas till verkligt värde varje kvartal av en extern värderare. Bedömningen av värdet görs med hjälp av en värderingsmodell som bygger på uppskattade diskonterade kassaflöden. Värderingen sker således enligt nivå 3 i värderingshierarkin.



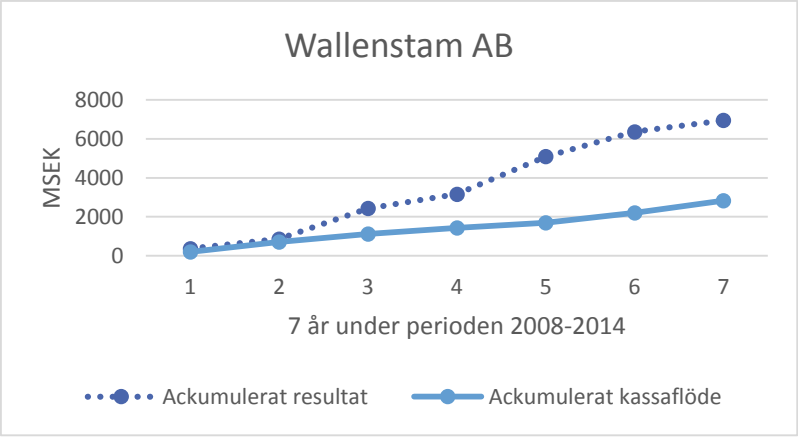
Det ackumulerade resultatet var något högre än det ackumulerade kassaflödet fram till 2014 då Tribona uppvisar ett lågt resultat (-420 MSEK). Kvoten är 0,83.

Figur 19. Tribona AB

4.16 Wallenstam AB

Wallenstam förvaltar fastigheter i storstadsregionerna Stockholm och Göteborg. Wallenstam är ett gammalt företag som börsnoterades redan 1984 och återfinns idag på Large Cap-listan.

Wallenstam värderar fastigheterna i enighet med nivå 3 i värderingshierarkin. Värderingarna görs individuellt för varje fastighet av ett internt värderingsteam i samband med kvartals- och årsbokslut. Värderingarna görs utifrån en avkastningsmodell. Wallenstam anser sig ha god marknads- och fastighetskännedom och därmed genomför de endast interna värderingar av fastighetsbeståndet.



Under perioden har Wallenstams ackumulerade resultat ökat i snabbare takt än det ackumulerade kassaflödet och det har bildats ett gap mellan kurvorna. Kvoten är 2,45.

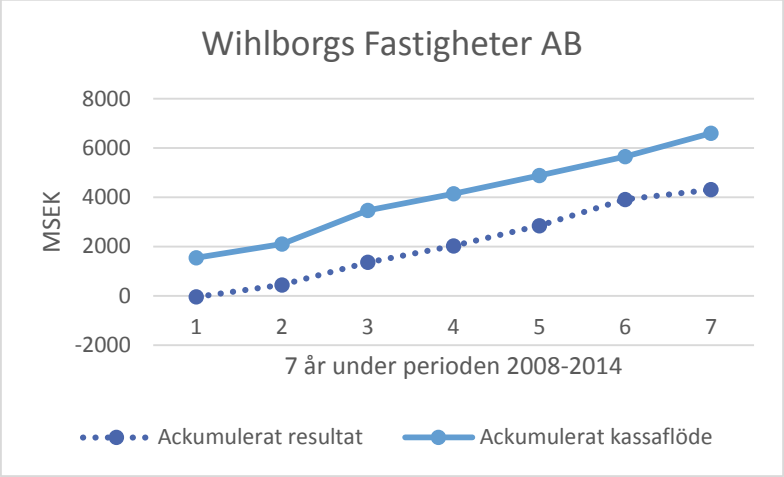
Figur 20. Wallenstam AB

4.17 Wihlborgs Fastigheter AB

Wihlborgs fastigheter AB har sitt fastighetsbestånd, bestående av kommersiella lokaler, lokaliserat till öresundsregionen, det vill säga Lund, Malmö, Helsingborg och Köpenhamn. Wihlborgs börsnoterades 2005 och finns idag noterat på Mid Cap-listan.

Värderingen av förvaltningsfastigheter har klassificerats som att de omfattas av nivå 3 i värderingshierarkin, eftersom det uppskattade värdet är väsentligt påverkat av icke observerbar indata i värderingen. Vid värderingen tillämpas en kombination av avkastningsbaserad metod och ortsprismetod. Den avkastningsbaserade metoden utgår från nuvärdet av framtida betalningsströmmar med differentierade avkastningskrav per fastighet, beroende på bland annat läge, ändamål, skick och standard. Ortsprismetoden innebär att

hänsyn tas till transaktioner gjorda på berörda delmarknader. Wihlborg har låtit göra en extern värdering av samtliga fastigheter på balansdagen år 2014.

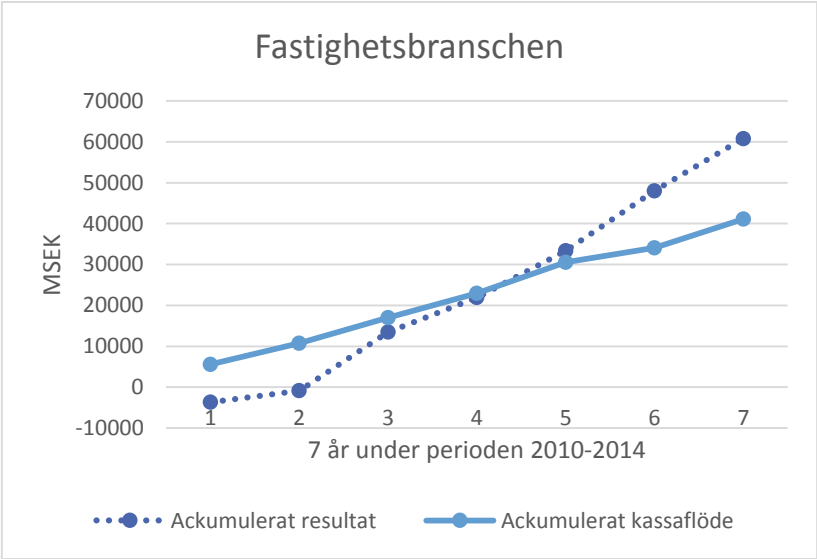


Det ackumulerade kassaflödet har varit högre än det ackumulerade resultatet under hela perioden. Kvoten är 0,65.

Figur 21. Wihlborgs Fastigheter AB

4.18 Fastighetsbranschen

Diagrammet för hela fastighetsbranschen bygger på alla de 17 fastighetsförvaltande bolagens sammanlagda ackumulerade resultat och ackumulerade kassaflöde.



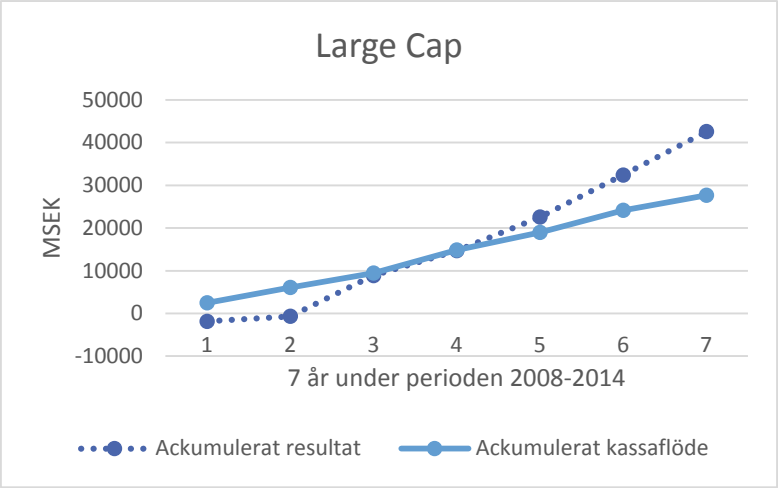
I perioden 2008-2011 är det ackumulerade kassaflödet högre än det ackumulerade resultatet. Efter 2011 blir utfallet det motsatta. Kvoten för hela branschen är 1,48.

Figur 22. Fastighetsbranschen

De 17 företagens sammanlagda värde på fastighetsbeståndet är 369 539 MSEK, varav fastigheter till ett värde av 232 646 MSEK har externvärderats under år 2014. Detta motsvarar 62,96%.

4.19 Large Cap-bolagen

Diagrammet för Large Cap-bolagen bygger på de sju fastighetsförvaltande bolagen som finns noterade på Large Cap-listan.



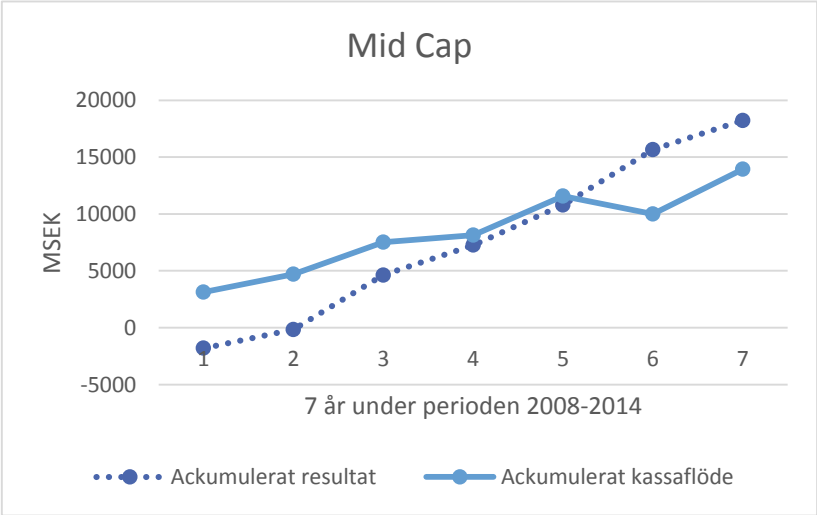
I perioden 2008-2011 är det ackumulerade kassaflödet högre än det ackumulerade resultatet. Efter 2011 blir utfallet det motsatta. Kvoten för hela branschen är 1,54.

Figur 23. Large Cap-bolagen

Av Large Cap-bolagen har 103 824 MSEK av de totala fastighetsbeståndets värde 234 721 MSEK externvärderats, detta motsvarar 44,23%.

4.20 Mid Cap-bolagen

Diagrammet för Mid Cap-bolagen bygger på de tio fastighetsförvaltande bolagen som finns noterade på Mid Cap-listan.



För Mid Cap-bolagen gäller att det ackumulerade kassaflödet är högre än det ackumulerade resultatet fram till 2012. Därefter överstiger det ackumulerade resultatet det ackumulerade kassaflödet. Kvoten är 1,31.

Figur 24. Mid Cap-bolagen

Av Mid Cap-bolagen har 128 822 MSEK av de totala fastighetsbeståndets värde (134 818 MSEK) externvärderats, detta motsvarar 95,56%.

4.21 Sammanställning av empiri

Tabell 2. ***Sammanställning av empirin***

Företag	Nivå företaget värderar på	Kvot för perioden 2008-2014	Andel av fastighetsbeståndets värde som externvärderats minst en gång under 2014	Börslista
Castellum AB	Nivå 3	0,76	52%	Large Cap
Atrium Ljungberg AB	Nivå 3	0,89	54%	Large Cap
Fastighets AB L E Lundberg	Nivå 3	1,03	59%	Large Cap
Hufvudstaden AB	Nivå 3	1,65	32%	Large Cap
Fastighets AB Balder	Nivå 3	2,43	6,4%	Large Cap
Wallenstam AB	Nivå 3	2,45	0%	Large Cap
Fabege AB	Nivå 3	6,85	100%	Large Cap
Large Cap-bolagen	Nivå 3	1,54	44,23%	Large Cap
Wihlborgs Fastigheter AB	Nivå 3	0,65	100%	Mid Cap
Tribona AB	Nivå 3	0,83	100%	Mid Cap
Klövern AB	Nivå 3	0,83	100%	Mid Cap
AB Sagax	Nivå 3	0,94	100%	Mid Cap
FastPartner AB	Nivå 3	0,96	100%	Mid Cap
Diös Fastigheter AB	Nivå 3	1,01	100%*	Mid Cap
Catena AB	Nivå 3	1,65	74%	Mid Cap
HEBA Fastighets AB	Nivå 3	2,13	100%	Mid Cap
Corem Property Group	Nivå 3	2,13	38%	Mid Cap
Kungsleden AB	Nivå 3	-0,27	100%	Mid Cap
Mid Cap-bolagen	Nivå 3	1,31	95,56%	Mid Cap
Fastighetsbranschen	Nivå 3	1,48	65,61%	

*Diös Fastigheter AB anger inte tydligt andelen av fastighetsbeståndets värde som externvärderas, utan uppger endast att de 100 största fastigheterna sett till värdet externvärderas minst en gång per år. Vi har valt att utgå från att företaget externvärderar 100% av fastighetsbeståndets värde för att kunna göra beräkningar för hela branschen och Mid Cap-bolagen.

5. Analys

Detta kapitel presenterar analys av empirin med utgångspunkt från referensramen och problemformuleringen.

5.1 Värderingnivå enligt IFRS 13

Efter att ha gått igenom samtliga 17 fastighetsbolags årsredovisningar från år 2014 framkom det att alla företag värderar fastighetsbeståndet till verkligt värde utifrån nivå 3 i värderingshierarkin enligt IFRS 13. Att de inte värderar enligt nivå 1 är naturligt då varje fastighet är unik och det inte finns noterade priser för identiska fastigheter. En del av företagen uppger att de använder sig av indata som är observerbar, alltså nivå 2, i kombination med kassaflödesmetoden som används på nivå 3. På nivå 2 används ortsprismetoden, här tillåts företaget göra justeringar för faktorer som är specifika för en viss fastighet. De justeringarna blir betydande för hela värderingen och gör att de måste värdera enligt nivå 3. Varje fastighet värderas individuellt utifrån uppskattade framtida kassaflöden som nuvärdeberäknas tillsammans med restvärdet. Samtliga företag använder sig av en kalkylränteperiod som är fem eller tio år lång. De som även använder ortsprismetoden gör detta genom att avkastningskravet baseras på analyser gjorda av transaktioner av liknande fastigheter på liknande marknader.

Utifrån undersökningens resultat då det framkom att alla fastighetsbolag värderar till verkligt värde enligt nivå 3 kan det konstateras att den osäkraste av de tillåtna metoderna för att bestämma värdet tillämpas. Det finns inte tillräckliga uppgifter tillgängliga på högre nivåer i värderingstrappan, även om användningen av icke observerbar data ska minimeras så måste denna typ av data användas vid värderingen, i brist på annan tillräcklig information.

Metoden hade inte varit osäker om framtida kassaflöden och räntor kunde fastställas med säkerhet, vilket skulle vara fallet om marknaderna är kompletta och perfekta. I verkligheten är fastighetsmarknaden inte komplett och perfekt, vilket gör att framtida kassaflöden och räntor är osäkra. Det gör att värderingen på nivå 3 bygger på förväntade framtida kassaflöden och förväntade räntor, vilket gör att denna värderingsnivå har en inneboende risk. Hur mycket ett företag än vill redovisa ett rättvisande och korrekt resultat, det som brukar kallas ekonomisk vinst så finns inte de möjligheterna. Värdering enligt nivå 3 kan på en imperfekt marknad på sin höjd leda till att det redovisade resultatet blir en god approximation av den ekonomiska vinsten.

5.2 Oberoende värdering

Det är inget krav för de fastighetsförvaltande bolagen att genomföra oberoende värdering av fastigheterna, i IAS 40 framgår det dock att oberoende värdering uppmuntras. Att det inte finns reglerat hur mycket och hur ofta företagen ska värdera externt kan man se har lett till att det finns stora variationer i hur företagen gör. Exempelvis låter FastPartner två värderingsinstitut värdera hela fastighetsbeståndet varje kvartal för att sedan redovisa det värde av dem två som bäst stämmer överens med deras interna värdering. Wallenstam å andra sidan anser sig ha god kännedom om marknaden över fastigheter och värderar därför inte alls sitt fastighetsbestånd externt, det är dock det enda företaget som väljer att inte värdera externt.

Att använda sig av externa värderare kan ses som en ansats till att redovisa ett resultat som ligger närmare den ekonomiska vinsten. Även de externa värderarna bygger sina värderingar på förväntade framtida kassaflöden, men eftersom att de är kunniga inom värdering och dessutom är oberoende, bör dem inte överskatta de förväntade framtida kassaflödena. Detta gör att deras värderingar bör vara mer tillförlitliga än de värderingar som genomförs internt av företagen själva. Det ska dock poängteras att då verkligheten är en imperfekt marknad kan inte heller externa värderare med fullständig säkerhet fastställa ett korrekt värde.

65,61% av branschens sammanlagda fastighetsbestånd har värderats externt minst en gång under 2014. Lite drygt hälften (8 av 17) av företagen värderade hela fastighetsbeståndet minst en gång under 2014, en del av dem värderade samma fastighet flera gånger under året. Några företag, exempelvis Fabege och Klövern, valde att värdera ett lika stort urval av fastigheterna under varje kvartal, medan en del, exempelvis HEBA, valde att lägga större vikt vid externvärderingen inför årsbokslutet.

I en jämförelse mellan de sju bolag som är noterade på börsens Large Cap-lista och de tio bolag som finns noterade på Mid Cap-listan framgår det att det finns en stor skillnad i hur stor del av fastighetsbeståndets värde som värderas externt. Large Cap-bolagen har under 2014 värderat 44,23% medan Mid Cap-bolagen värderat 95,56%, vilket är en mer dubbelt så stor del. En tänkbar förklaring skulle kunna vara att Large Cap-bolagen är stora och har i de flesta fall varit noterade längre på börsen och därmed anser sig ha en bättre marknads- och fastighetskännedom. Detta gör att de kan anse att deras interna värderingsmetoder är goda och träffsäkra.

5.3 Relationen mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten

När det gäller kvoten mellan det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten under perioden 2008-2014 blev resultatet att nio av de undersökta företagen hade en kvot över 1. Utöver de nio företagen hade även Kungsleden under perioden ackumulerat ett högre resultat än kassaflöde från den löpande verksamheten, men fick en negativ kvot för att det ackumulerade kassaflödet blev negativt. Av de 17 företag som varit börsnoterade under hela den undersökta perioden finns det en variation i kvoten mellan 0,65 och 6,85, samt Kungsledens negativa kvot -0,27.

De tio företagen som har ackumulerat ett högre resultat än kassaflöde från den löpande verksamheten är; Diös Fastigheter AB (1,01), Fastighets AB L E Lundberg (1,03), Catena AB (1,65), Hufvudstaden AB (1,65), Corem Property Group (2,13), HEBA Fastighets AB (2,13), Fastighets AB Balder (2,43), Wallenstam AB (2,45), Fabege AB (6,85) och Kungsleden (-0,27). För Diös Fastigheter AB och Fastighets AB L E Lundberg är avvikelsen mellan det sammanlagda resultatet och kassaflödet under perioden dock inte så stor. Sju företag uppvisar för perioden en kvot under 1. Dessa är; Wihlborg (0,65), Castellum AB (0,76), Tribona AB (0,83), Klövern (0,83), Atrium Ljungberg AB (0,89), AB Sagax (0,94) och FastPartner (0,96).

Studiens undersökning kan inte svara på varför en del företag har en kvot över 1 och varför andra har en kvot under 1, det finns många faktorer som påverkar kvotvärdet. Som Bengtsson lyfte fram kan ett kvotvärde över 1 indikera subjektivitet i värderingarna, men så behöver inte heller vara fallet. Ett kvotvärde över 1 kan förekomma utan att någonting i redovisningen är fel. Oavsett vad som orsakar kvotvärdena kan det konstateras att fastighetsbolags resultat tillåts innehålla stora antecipativa poster, i och med att omvärderingar av fastighetsbestånd tillåts gå via resultaträkningen. Antecipativa poster är osäkra till sin natur, utifrån resonemanget om ekonomisk vinst så gäller att tillgångars verkliga värde inte kan fastställas på en marknad som inte är perfekt och komplett. Om ett kvotvärde över 1 beror på att övervärderingar av fastigheter förekommer eller inte kan inte konstateras i denna studie.

Utrymme för de subjektiva värderingarna finns dock då företag genomför intern värdering av fastigheter. I samband med presentationen av vilka företag som uppvisar en kvot över 1 och

vilka som uppvisar en kvot under 1 vill vi lyfta fram respektive grupps andel av fastighetsbeståndet som under 2014 har värderats externt. De sju företagen som har en kvot under 1 externvärderade 81,77% av värdet på fastighetsbeståndet minst en gång under år 2014, medan de företag som har en kvot som överstiger 1 externvärderade 46,91% av fastighetsbeståndets värde under samma år. Alltså externvärderar de företag som under 2008-2014 har ackumulerat ett lägre resultat än kassaflöde i högre grad än de företag som under samma period har ackumulerat ett högre resultat än kassaflöde. Gällande detta kan det dock inte dras några slutsatser om orsak och verkan, då bristande externvärdering inte behöver vara anledningen till att en del av företagen har en kvot över 1, även om samband kan påpekas.

Beräkningar har gjorts för att kunna göra en bedömning av hur hela branschens sammanlagda resultat förhåller sig till branschens sammanlagda kassaflöde i den löpande verksamheten under perioden 2008-2014. Kvoten för hela fastighetsbranschen är 1,48 vilket innebär att branschens undersökta företag tillsammans under perioden har redovisat ett sammanlagt resultat för samtliga år som är 48% högre än det redovisade kassaflödet från den löpande verksamheten, under samma period. I flera av diagrammen för de enskilda företagen har man kunnat se att det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten har varit högre än det ackumulerade resultatet under periodens början. Detta gäller exempelvis för Catena AB, Hufvudstaden AB och Corem Property Group. Det här beror på att många företag under framförallt 2008 och 2009 uppvisade låga och i flera fall negativa resultat. Under den senare delen av den undersökta perioden har utfallet varit det motsatta, det ackumulerade resultatet har överstigit det ackumulerade kassaflödet. Mönstret man kunnat se i företagens enskilda diagram framgår tydligt i branschdiagrammet där det efter 2011 sker en förändring från att det ackumulerade kassaflödet har överstigit det ackumulerade resultatet till det motsatta.

Att flera av företagen uppvisar liknande mönster beror på att de alla är verksamma under samma externa förhållande. Företagen inom fastighetsbranschen påverkas delvis av samma yttre faktorer, som exempelvis konjunkturläget. De flesta företagen uppvisar ett lågt resultat under åren 2008 och 2009, även kassaflödet är lägre under de åren, dock inte lika lågt som resultatet. Dem låga resultaten beror troligen på finanskrisen och den efterföljande lågkonjunkturen, som resulterade i att fastighetsbranschen under den perioden uppvisade ett högre ackumulerat resultat än kassaflöde.

Som nämnts tidigare fanns det en stor skillnad i hur stor del av fastighetsbeståndet som externvärderades minst en gång under 2014 mellan Large Cap- och Mid Cap-bolagen. Det går dock inte att urskilja någon större variation dem emellan när det gäller kvotvärdet. Large Cap-bolagen som externvärderar i lägre utsträckning än Mid Cap-bolagen har i genomsnitt kvoten 1,54, medan Mid Cap-bolagen har den något lägre genomsnittliga kvoten 1,31.

5.4 Koppling till tidigare forskning

I Bengtssons undersökning för år 2002-2009 fick de sju största bolagen kvoten 1,44. Utifrån denna studie kan det konstateras att kvoten har blivit något högre sedan dess, då detta utfall kan jämföras med kvoten för Large Cap-bolagen mellan år 2008-2014. Kvoten har här blivit 1,54 och även detta motsvarar fastighetsbranschens sju största bolag. Bengtssons studie och denna studie är gjorda under olika tidsperioder, däremot omfattar de båda undersökningarna tillsammans perioden 2002-2014. Detta gör att man kan dra slutsatsen att de stora fastighetsbolagen även på längre sikt än sju år har ackumulerat ett högre resultat än kassaflöde från den löpande verksamheten.

Watts ställer sig negativt till värdering till verkligt värde, han ser som nämnt ett problem i att det verkliga värdet prioriteras framför tillförlitligheten och att företagen har stort utrymme att själva påverka uppskattningen av beräknade värden. Studien som genomförts skulle kunna bekräfta hans ståndpunkt, bland annat med tanke på att några av företagen inte använder någon eller endast i låg utsträckning extern värdering. Företagen väljer även själva hur deras beräkningsmodell ska se ut, detta tyder på att värderingen inte är helt objektiv och att företagen bör ändra sin modell i syfte att nå ett mer tillfredställande resultat.

Laux, Leuz och Barlev förespråkar däremot värdering till verkligt värde och att det medför att redovisningen blir mer relevant och rättvisande. Undersökningen visar att många av företagen använder inslag av ortsprismetoden i sin värdering till verkligt värde, detta är en av anledningarna till att relevansen höjs. Aktuella värden från den existerande marknaden används, till skillnad från tillämpande av ett historiskt anskaffningsvärde. Som nämnt spelar även tillförlitligheten en viktig roll i hur värderingen går till. Detta hanterar samtliga företag i studien till en viss grad med tanke på att de följer IFRS 13 som kräver att vissa upplysningar måste finnas med i årsredovisningarna.

Tidigare i studien beskrevs Nordlunds artikel från 2009, artikeln påvisar bland annat att information som så långt som möjligt ger användarna av de finansiella rapporterna möjlighet att själva bilda en uppfattning om fastighetens värde bör ges ut. Införandet av IFRS 13 kan delvis anses motsvara detta, då det där finns krav på att företagen måste lämna upplysningar om värderingstekniker och information om betydande icke observerbara indata som använts vid värdering. I årsredovisningarna har vi undersökt den information de lämnat om värderingstekniker, kalkylränteperiod och extern värdering. Dock har vi i årsredovisningarna kunnat se att när företagen lämnar information om värderingstekniker och att de tillämpar en kombination av nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden och ortspriset så har de inte lämnat särskilt utförlig information om hur dessa metoder tillämpas. Nordlund menar att informationen bör vara så precis att användarna av de finansiella rapporterna kan bilda sig en egen uppfattning om fastigheternas värde. Han föreslår att det gärna får framkomma hur många relevanta transaktioner som finns för liknande fastigheter och vilka prisnivåer som har observerats för dem. Detta är inget som företagen har upplyst om i årsredovisningarna från 2014.

6. Slutdiskussion

Detta kapitel behandlar studiens slutsats, sammanlänkat med undersökningens syfte och problemformuleringar. Denna del avslutas med förslag till fortsatt forskning.

6.1 Slutsatser

Syftet med studien är att undersöka hur fastighetsförvaltande bolag värderar sitt fastighetsbestånd samt undersöka relationen mellan bolagens sammanlagda resultat och kassaflöde från den löpande verksamheten under perioden 2008-2014.

De fastighetsförvaltande bolagen värderar sitt fastighetsbestånd utifrån nivå 3 i IFRS 13:s värderingshierarki. Med detta menas att värderingar baseras på nuvärdeberäkningar av förväntade framtida kassaflöden, vilket är icke observerbara indata.

Av branschens sammanlagda fastighetsbestånd har 65,61% värderats externt under 2014. Externvärdering har skett i drygt dubbel så hög utsträckning i fastighetsbolagen som finns noterade på börsens Mid Cap-lista i jämförelse med de som finns noterade på Large Cap-listan.

Tio av fastighetsbolagen som varit börsnoterade under hela perioden 2008-2014 har under denna period ackumulerat ett högre resultat än kassaflöde från den löpande verksamheten. Kvoten mellan resultatet och kassaflödet från den löpande verksamheten är för hela branschen 1,48. Detta innebär att företagen tillsammans under dessa år har redovisat ett ackumulerat resultat som är 48% högre än det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten.

Sammanfattningsvis gäller att fastighetsbolagen värderar enligt nivå 3 och 65,61% av fastighetsbeståndets totala värde externvärderades under 2014. Tio av de sjutton undersökta företagen har ackumulerat ett högre resultat än kassaflöde från den löpande verksamheten, i genomsnitt har fastighetsbolagen under perioden 2008-2014 ackumulerat ett 48% högre resultat än kassaflöde från den löpande verksamheten.

6.2 Förslag till fortsatt forskning

Efter genomförd studie vill vi författare lyfta fram förslag på fortsatt forskning på området. En del intressanta idéer har uppkommit under arbetets gång.

Det vore intressant att genomföra en kvalitativ undersökning där man intervjuar företag angående kopplingen mellan deras värdering av fastigheter och faktiska transaktioner som sker på marknaden. Detta då det verkade finnas en viss skillnad i vilken hänsyn företagen tog till ortspriser på liknande fastigheter.

En ytterligare intressant forskningsinriktning skulle kunna vara att se på hur införandet av regelverket K3 påverkar större fastighetsföretags värdering av sina fastigheter. Regelverket trädde i kraft år 2014.

Avslutningsvis vill vi lyfta fram att det skulle vara intressant att genomföra en upprepande studie senare i framtiden för att undersöka om det finns några skillnader i hur det ackumulerade resultatet och det ackumulerade kassaflödet från den löpande verksamheten förhåller sig till varandra nu och senare i framtiden.

Källförteckning

Adolphson, J. (1998) *Kassaflödesanalys.* Malmö: Liber Ekonomi.

Andersson, G. (2013) *Kalkyler som beslutsunderlag.* 7 uppl. Lund: Studentlitteratur

Barlev, B., Haddad J R. (2003) Fair value accounting and the management of the firm. *Critical Perspectives on Accounting* 14, nr. 4 Maj

Bengtsson, B. (2011) *Kassaflödesanalys genom indirekt metod.* E-bok.

Bengtsson, B (2008) *Redovisningens värderelevans i svenska fastighetsbolag före och efter införandet av IAS 40,* Åbo Akademi

Bengtsson, B. (2010) Till sist är det bara pengar som räknas. *Ekonomiska samfundets tidskrift.* nr. 3

Bengtsson, B. (2005) *Verkligt värde i balansräkningen - Förvaltningsfastigheter,* Lic.-avhandling, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Göteborg: Bokförlaget

Bryman, A., Bell, E. (2013) *Företagsekonomiska forskningsmetoder.* 2 uppl. Liber.

Dagens Industri ”Elekta når inte hela vägen”, publ. 2014-05-28 http://www.di.se/artiklar/2014/5/28/elekta-nar-inte-hela-vagen/ (Hämtad 2015-04-15)

Forsberg, B ”Luft i redovisningen kan slå mot småspararna” *Dagens Nyheter*, publ. 2014-12-16 http://www.dn.se/ekonomi/luft-i-redovisningen-kan-sla-mot-smaspararna/ (Hämtad 2015-04-15)

Godfrey, J. et. al.(2010) *Accounting theory.* 7 uppl. Australia: John Wiley & Sons

Gröjer, J-E. (2002) *Grundläggande redovisningsteori.* 5 uppl. Lund: Studentlitteratur

IFRS. About us. http://www.ifrs.org/About-us/IASB/Pages/Home.aspx (Hämtad: 2015-04-07)

IFRS-volymen 2015. Stockholm: FAR Akademi:
- IAS 40, IAS 1, IAS 7, IFRS 13, IAS 16

Largay, J (1980) ”Cash Flows, Ratio Analysis and the W.T. Grant Company Bankruptcy” *Financial Analysts Journal* Vol. 36, No. 4 (Jul. - Aug., 1980), pp. 51-54

Laux, C., Leuz C. (2009) The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate. *Accounting, Organizations and Society*, vol. 34, no. 6-7

Nordlund, B. (2009) Värdering av förvaltningsfastigheter. *Balans*, nr 2

PWC. får en egen IFRS-standard.
http://www.pwc.se/sv/bank-kapital/publikationer/verkligt-varde-far-en-egen-ifrs-standard.jhtml (Hämtad: 2015-04-02)

SFS 1995:1554. *Årsredovisningslag*, Justitiedepartementet.

Stockholmsbörsen: Lista över fastighetsförvaltningsbolag.
http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/listed-companies/stockholm (Hämtad 2015-04-15)

Sundgren, S., Nilsson, H., Nilsson, S. (2013) *Internationell redovisning.* 3 uppl. Lund: Studentlitteratur AB

Tagesson, T., Öhman, P. (2010) *Redovisning i ett nötskal.* Lund: Studentlitteratur AB

Watts, R L. (2003) Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications *Accounting Horizons*, volym 17, nr. 3

White, G-I., Sondhi, A-C., Fried, D. (1998). *The analysis and use of financial statements*. 2 uppl. Charlottesville: John Wiley & Sons.

Årsredovisningar

Atrium Ljungberg AB, årsredovisningar 2008-2014
Castellum AB, årsredovisningar 2008-2014
Catena AB, årsredovisningar 2008-2014
Corem Property Group AB, årsredovisningar 2008-2014
Diös Fastigheter, årsredovisningar 2008-2014
SSE Fabege, årsredovisningar 2008-2014
FastPartner AB, årsredovisningar 2008-2014
Fastighets AB Balder, årsredovisningar 2008-2014
HEBA Fastigheter, årsredovisningar 2008-2014
Hufvudstaden AB, årsredovisningar 2008-2014
Klövern AB, årsredovisningar 2008-2014
Kungsleden AB, årsredovisningar 2008-2014
Fastighets AB L E Lundberg, årsredovisningar 2008-2014
AB Sagax, årsredovisningar 2008-2014
Tribona AB, årsredovisningar 2008-2014
Wallenstam AB, årsredovisningar 2008-2014
Wihlborgs Fastigheter AB, årsredovisningar 2010-2014

Bilaga 1: Beräkningar av kvoter

Belopp anges i MSEK.

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-182	172	-187	127	-1,06
2009	34	247	-148	419	-0,35
2010	492	323	344	742	0,46
2011	122	332	466	1074	0,43
2012	371	390	837	1464	0,57
2013	777	412	1614	1876	0,86
2014	747	625	2361	2501	0,94

AB Sagax

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-402	593	-402	593	-0.68
2009	187	608	-215	1201	-0,18
2010	916	671	701	1872	0,37
2011	905	640	1606	2512	0,64
2012	1031	832	2637	3344	0,79
2013	1108	854	3745	4198	0,89
2014	645	734	4390	4932	0,89

Atrium Ljungberg AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-663	1078	-663	1078	-0,62
2009	160	990	-503	2068	-0,24
2010	1964	1213	1461	3281	0,45
2011	711	1307	2172	4588	0,47
2012	1473	1250	3645	5838	0,62
2013	1707	1375	5352	7213	0,74
2014	1211	1390	6563	8603	0,76

Castellum AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-132	89	-132	89	-1,48
2009	120	158	-12	247	-0,05
2010	93	-49	81	198	0,41
2011	61	-38	142	160	0,89
2012	207	-12	349	148	2,36
2013	138	182	487	330	1,48
2014	344	174	831	504	1,65

Catena AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-252	-86	-252	-86	2,93
2009	226	99	-26	13	-2
2010	440	-99	414	-86	-4,81
2011	35	58	449	-28	-16,04
2012	175	184	624	156	4
2013	372	251	996	407	2,44
2014	112	113	1108	520	2,13

Corem Property Group

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-138	52	-138	52	-2,65
2009	106	87	-32	139	-0,23
2010	234	39	202	178	1,13
2011	177	173	379	351	1,08
2012	432	313	811	664	1,22
2013	321	334	1132	998	1,13
2014	302	422	1434	1420	1,01

Diös Fastigheter AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-511	-464	-511	-464	1,1
2009	425	501	-86	37	-2,32
2010	1967	-84	1881	-47	-40,02
2011	1141	1946	3022	1899	1,59
2012	-88	505	2934	2404	1,22
2013	1530	435	4464	2839	1,57
2014	1738	-1914	6202	905	6,85

Fabege AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-77	142	-77	142	-0,54
2009	35	276	-42	418	-0,1
2010	508	229	466	647	0,72
2011	225	224	691	871	0,79
2012	318	215	1009	1086	0,93
2013	273	274	1282	1360	0,94
2014	463	453	1745	1813	0,96

FastPartner AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-388	79	-388	79	-4,91
2009	248	177	-140	256	0,55
2010	1338	356	1198	612	1,96
2011	812	414	2010	1026	1,96
2012	1162	438	3172	1464	2,17
2013	1738	502	4910	1966	2,5
2014	3128	1340	8038	3306	2,43

Fastighets AB Balder

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-25	48	-25	48	-1,92
2009	148	64	123	112	1,1
2010	239	92	362	204	1,77
2011	211	94	573	298	1,92
2012	327	100	900	398	2,26
2013	184	63	1084	461	2,35
2014	126	107	1210	568	2,13

HEBA Fastighets AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-449	696	-449	696	-0,65
2009	-358	665	-807	1361	-0,59
2010	1733	691	926	2052	0,45
2011	1435	559	2361	2611	0,9
2012	1939	518	4300	3129	1,37
2013	1876	951	6176	4080	1,51
2014	2001	881	8177	4961	1,65

Hufvudstaden AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-476	241	-476	241	-1,98
2009	237	490	-239	731	-0,33
2010	605	507	366	1238	0,3
2011	465	341	831	1579	0,53
2012	339	712	1170	2291	0,51
2013	808	657	1978	2948	0,67
2014	1164	843	3142	3791	0,83

Klövern AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-962	837	-962	837	-1,15
2009	250	-557	-712	280	-2,54
2010	841	278	129	558	0,23
2011	638	-1419	767	-861	-0,89
2012	352	559	1119	-302	-3,71
2013	838	-4648	1957	-4950	-0,4
2014	-659	218	1298	-4732	-0,27

Kungsleden AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	183	286	183	286	0,64
2009	34	141	217	427	0,51
2010	45	162	262	589	0,44
2011	61	202	323	791	0,41
2012	448	330	771	1121	0,69
2013	597	493	1368	1614	0,85
2014	847	537	2215	2151	1,03

Fastighets AB L E Lundberg

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	481	81	481	81	5,94
2009	16	159	497	240	2,07
2010	402	143	899	383	2,35
2011	37	175	936	558	1,68
2012	184	219	1120	777	1,44
2013	94	124	1214	901	1,35
2014	-420	50	794	951	0,83

Tribona AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	368	205	368	205	1,8
2009	489	501	857	706	1,21
2010	1572	405	2429	1111	2,19
2011	736	312	3165	1423	2,22
2012	1927	276	5092	1699	3
2013	1276	510	6368	2209	2,88
2014	585	626	6953	2835	2,45

Wallenstam AB

År	Resultat	Kassaflöde	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-49	1544	-49	1544	-0,03
2009	487	563	438	2107	0,21
2010	922	633	1360	3467	0,39
2011	665	687	2025	4145	0,49
2012	823	739	2848	4884	0,58
2013	1063	770	3911	5654	0,69
2014	395	945	4306	6599	0,65

Wihlborgs Fastigheter AB

År	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-3674	5593	-0,66
2009	-830	10762	-0,08
2010	13481	16999	0,79
2011	21918	22667	0,95
2012	33338	30565	1,09
2013	48038	34104	1,41
2014	60767	41108	1,48

Fastighetsbranschen

År	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-1862	2473	-0,75
2009	-677	6056	-0,11
2010	8858	9470	0,94
2011	14659	14850	0,99
2012	22551	18999	1,19
2013	32383	24119	1,34
2014	42538	27693	1,54

Large-Cap

År	Ackumulerat resultat	Ackumulerat kassaflöde	Kvot
2008	-1812	3120	-0,58
2009	-153	4706	-0,03
2010	4623	7529	0,61
2011	7259	8147	0,89
2012	10787	11566	0,93
2013	15656	9985	1,57
2014	18229	13935	1,31

Mid-Cap