

Handelshögskolan

VID GÖTEBORGS UNIVERSITET
FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN
SEMINARIEARBETE C-NIVÅ
JANUARI 2003



Kungsleden

- En företagsvärdering

HIBA LARSSON 83
ARNE MURBY 73

HANDLEDARE:

THOMAS POLESIE

Abstract

Bakgrund: Fastighetsmarknaden har fått sig ett rejält uppsving tack vare det låga ränteläget. I fruktan för den fastighetskris i Sverige upplevde i början av 1990-talet har man i allmänhet börjat ifrågasätta om priserna är övervärderade. Kungsledsaktien har haft en exceptionellt positiv utveckling och premien står högt i jämförelse med andra fastighetsbolag.

Problemformulering: Vi försöker i arbetet besvara hur Kungsledens historiska utveckling ser ut, vad det är som gör att Kungsleden lyckats växa sig så stora samt om det går att se tendenser till att Kungsleden är övervärderat.

Syfte: Uppsatsen är en kandidatuppsats (magisterbredd) vars syfte är att beskriva Kungsledens historiska utveckling och aktuella situation. Vi försöker bilda oss en uppfattning om företagets värde dels genom att tolka ekonomiska värden men även genom att intervjua kunniga personer i ämnet.

Avgränsningar: Vi analyserar Kungsledens årsredovisningar för åren 2001-2005.

Metod: Vår avsikt är att få ett helhetsperspektiv och studera processen bakom Kungsledens utveckling. Studien är därför utformad som en fallstudie. I denna använder vi oss av såväl primär- som sekundärdata. Uppsatsens reliabilitet anser vi vara låg eftersom våra egna erfarenheter och antaganden har stor inverkan på de resultat vi kommer fram till. Uppsatsens validitet anser vi dock vara hög.

Slutsatser: Kungsledens mål och strategi har under åren successivt förändrats, från avveckling till fastighetsförvaltning med hög avkastning. De anställdas engagemang tycks ha haft bidragande orsak till denna utveckling. Utifrån den värdering vi gör av Kungsleden kan vi inte dra några slutsatser om aktien är för högt värderad. Utifrån våra intervjuer är vi dock förvissade om att marknaden har höga förväntningar på kungsledenaktien och att aktiens värde anses vara utmanande. Med tanke på det framtida ränteläget blir det svårt för Kungsleden att expandera i en takt man hittills gjort. I och med införandet av IAS40 kan Kungsleden heller inte fortsätta med att löpande ta upp värdeökningar på fastigheter. Sammantaget kommer detta antagligen att påverka Kungsledens utdelningspolitik och i förlängningen dess börsvärde.

Som förslag till fortsatt forskning skulle det även vara intressant att följa utvecklingen av Kungsleden för kommande år. Kungsleden har historiskt uppvisat en tillväxt starkare än börsens genomsnitt. Hur sårbart kommer Kungsleden att vara för framtida börsnedgång och räntehöjningar? Kommer Kungsleden även i framtiden kunna ge aktieägarna avkastning över börsens genomsnitt? Hur stor är risken för att vi får se en rekyll liknande den vi hade i början av 1990-talet?



1. Inledning	3
1.1 Bakgrund.....	3
1.2. Problemformulering.....	3
1.3. Syfte	3
1.4. Avgränsningar.....	4
1.5. Disposition	4
2. Metod	5
2.1. Val av studie	5
2.2. Datainsamling	5
2.2.1. Primärdata.....	5
2.2.2. Respondenter.....	6
2.2.3. Sekundärdata.....	6
2.2.4. Källkritik.....	7
2.3. Praktiskt tillvägagångssätt	7
2.4. Reliabilitet.....	7
2.5. Validitet.....	8
2.6. Sammanfattning	8
3. Teoretisk referensram	9
3.1 Värderingsmodeller.....	9
3.1.2 Avkastningsvärdering	9
3.2 Substansvärdering	14
3.3 Trekantsmodellen.....	18
Fig. 1.	18
3.4 Fyrkantsmodellen.....	18
Fig. 2.	19
3.5 Finansiella nyckeltal	19
3.5.1 Finansiell ställning.....	19
3.5.2 Lönsamhet.....	20
4.Företagspresentation	23
4.1 Bankkrisen	23
4.2. Bildandet av Kungsleden AB och företags historiska utveckling.....	24
4.3. Kungsleden idag.....	27
4.3.1. Kungsleden	27
4.3.3. Finansiella mål och riskbegränsningar.....	28
4.3.2. Organisation och affärsområden.....	29
Fig. 3.	29
4.3.3. Ägarstruktur	30
Fig. 4.	30
4.4. Bransch- och konkurrentanalys.....	30
Fig. 5.	30
4.5. Sammanfattning	32
5.1 Trekantsbeskrivning.....	33
5.1.1. Objekt.....	33
Fig. 6.	33
5.1.2.Finans	34



5.1.2.1 Fyrkantsbeskrivning.....	34
Fig. 8.	35
5.1.3 Subjekt	37
5.1. Sammanfattning	38
6. Värdering av Kungsleden	39
6.1. Avkastningsvärdering	39
6.1.1. Framtida utdelningar.....	39
6.1.2. Framtida Kassaflöden	40
6.1.3. Framtida residualvinster.....	40
6.1.4. Avkastningsvärdering baserad på uthållig vinst	41
6.1.5. Jämförande värdering.....	41
Fig. 9.	42
6.2. Substansvärdering	43
Fig. 10.	45
6.3. Jämförelse av modeller	45
Fig. 11.	45
6.4. Sammanfattning	48
7. Slutsats och reflektioner.....	49
Källförteckning	51
Bilaga 2 Intervju 2-4	53



1. Inledning

1.1 Bakgrund

Fastighetsbranschen står idag på många sätt i fokus. På många håll i landet, främst i icke perifera områden, har marknadspriser på bostäder och fastigheter ökat markant. Övergripande för fastighetsmarknaden har det fördelaktiga ränteläget inneburit en positiv drivkraft för fastighetshandeln. Dock har man i allmänhet börjat ifrågasätta om priserna många gånger kanske är övervärderade, i fruktan för den fastighetskris som Sverige befann sig i, i början av 1990-talet. Ett av de utmärkande fastighetsbolagen på aktiemarkanden är Kungsleden, vars framskapande möjliggjordes på grund av fastighetskrisen. Kungsledenaktien har haft en påfallande positiv utveckling och premien står högt i jämförelse med andra fastighetsbolag.¹

”Hittills i år (januari till november år 2005) har fastighetsindex på Stockholmsbörsen stigit med 31 procent, alltså 5 procentenheter bättre än börsen som helhet. Dragloken heter JM och Kungsleden, som båda stigit med närmare 90 procent i år. Kurserna för JM och Kungsleden har envist stretat uppåt i tre års tid. För de andra bolagen är utvecklingen mer splittrad.”²

1.2. Problemformulering

Kungsleden utger sig själva att redan från ett tidigt skede sett på avkastningen som viktigare än fastighetens kategori och geografiska läge. Styrelsens ambition är att Kungsleden ska ha en stabil utdelning med en hög utdelningsandel. Policyn innebär att Kungsleden ska dela ut minst 50 procent av utdelningsgrundande resultat.³ Kungsleden för med andra ord en generös utdelningspolitik och kungsledenaktien har dessutom ett högt värde. Det går inte att bortse ifrån att den frikostiga utdelningspolitiken lockar till sig flertalet aktiespekulanter. Det blir därför intressant att försöka förstå vad som står bakom aktievärdet, vilka faktorer som påverkar det höga värdet samt utdelningen. Därav följer frågeställningarna:

- Hur ser den historiska utvecklingen ut?
- Vad är det som gör att Kungsleden lyckats växa sig så stora?
- Kan man se tendenser till att Kungsleden är övervärderade?

1.3. Syfte

Syftet är att skriva en kandidatuppsats (magisterbredd) om Kungsledens historiska utveckling och aktuella situation. En analys görs där vi skall försöka jämföra företagets värde över åren 2001-2005 där även medtagande av viktiga faktorer i omgivningen tas med. Tanken är att kunna tolka de ekonomiska värdena och genom olika redovisningsaspekter försöka bilda en uppfattning om Kungsleden och företagets värde.

¹ Författarnas egna reflektioner

² DI 2005-11-23

³ Kungsledens årsredovisning 2005



1.4. Avgränsningar

För att kunna disponera den tid vi tilldelats för uppsatsen så effektivt som möjligt har vi valt att avgränsa oss till att endast analysera årsredovisningarna för Kungsleden under åren 2001-2005.

1.5. Disposition

Kapitel 1- Inledning

I uppsatsens första kapitel beskriver vi inledningsvis bakgrunden till val av uppsatsämnet och definierar vårt problemområde. Även syfte med uppsatsen klargörs samt vilka avgränsningar som gjorts.

Kapitel 2- Metod

I metodkapitlet redogör vi för vilken metod vi använt oss utav samt hur vi valt att gå tillväga. En diskussion kring val av olika metoder och även resonemang kring källkritisk granskning förs.

Kapitel 3- Teoretisk referensram

Det finns begrepp, tillvägagångssätt samt modeller som används för värdering, vilka används i uppsatsen och som beskrivs i det tredje kapitlet.

Kapitel 4- Företagspresentation

Företaget, Kungsleden, kartläggs i det fjärde kapitlet. Här redogörs för Kungsledens historik, nuläge och även en bransch- och konkurrentanalys görs.

Kapitel 5- Företagsanalys

I kapitel 5 görs en analys av Kungsleden utifrån de värderingsmodeller, trekantsbeskrivning och fyrkantsbeskrivning, som tidigare beskrivits i kapitel 3.

Kapitel 6- Värdering av Kungsleden

I detta kapitel görs en avkastningsvärdering och substansvärdering av företaget. En jämförelse görs av olika värderingsmodeller.

Kapitel 7- Diskussion och reflektioner

Avslutningsvis för vi en diskussion kring de slutsatser vi dragit av analysen, även reflektioner som uppstått redogörs här.



2. Metod

I det här kapitlet presenteras de viktigaste valen av metod för studien. Valet av metod är många gånger ett kritiskt moment i processen att skriva uppsats. Det sätt på vilket man valt att angripa problemställningen anses ofta vara lika viktig för ett gott resultat som urvalet av det material man tänkt använda sig av.⁴

2.1. Val av studie

En företagsanalys kan utformas som en fallstudie, vilket innebär att undersökningen genomförs på exempelvis en mindre grupp, en individ eller ett företag. I en fallstudie undersöker man ett fenomen i dess realistiska miljö eller sin kontext, där gränserna mellan fenomen och kontext inte är givna. Fallstudier anses därför vara särskilt tillämpliga i utvärderingar, där studieobjekten ofta är mycket komplexa. Man söker på så sätt förklara, förstå eller beskriva stora företeelser, organisationer eller system, som inte enkelt låter sig undersökas med annan metodik.⁵ Särskilt lämpligt är att använda sig av fallstudier då man har för avsikt att studera en process eller förändring. Syftet är att få ett helhetsperspektiv av det man studerar genom att eftersträva täckande information.⁶

2.2. Datainsamling

En undersökning kan baseras på två olika typer av data: *primärdata* och *sekundärdata*. Primärdata är information som man själv måste samla in. Sekundärdata är data som redan finns tillgänglig. I vår studie av Kungsleden har vi använt oss av båda datasorterna. I en företagsanalys är det viktigt att få en bra överblick över företaget och dess situation. Studien har därför både kvalitativa egenskaper, såsom historik och utvärdering av strategier, och kvantitativa egenskaper, såsom den finansiella analysen av företaget. Olika modeller som vi använder oss av i analysen kräver varierande inslag av både kvalitativa och kvantitativa egenskaper.

2.2.1. Primärdata⁷

Primärdata kan samlas in på tre olika sätt: via besöksintervjuer, telefonintervjuer eller med enkäter. Varje metod har både för och nackdelar.

Besöksintervjuer har bland annat de fördelarna att intervjusituationen kan kontrolleras, att intervjuaren har lätt att ställa följdfrågor och att kroppsspråket kan tillföra information. Nackdelarna med denna metod är att det kan vara svårt för intervjuaren att ställa känsliga frågor, en intervju effekt⁸ kan förekomma, och det kan ibland vara svårt att få till stånd en intervju. Den som intervjuas kanske inte tar emot besök.

⁴ Holme, Solvang (1991)

⁵ Backman, J. (1998), *Rapporter och Uppsatser*, sid 49

⁶ Holm, Jönsson, (2006), *TOTAL – från olja till energi*, sid 13

⁷ Wiedersheim-Paul & Eriksson (1991)

⁸ Intervjuareffekt innebär att den intervjuade anpassar svaret i enlighet med hur han/hon tror att den som intervjuar vill ha svaret.



Telefonintervjuer har de fördelarna att de går fort att genomföra, att svarsfrekvensen blir hög samt att följdfrågor är lätta att ställa. Till nackdelarna med denna metod hör att frågorna måste vara tämligen enkelt ställda, att intervjuareffekt kan förekomma samt att det inte heller här lämpar sig så bra att ställa känsliga frågor.

Användningen av enkäter har bland annat de fördelarna att svarsfrekvensen kan bli hög, att kostnaden för uppgiftslämnaren blir låg, att det inte sker någon intervjuareffekt samt att det är enklare att ställa känsliga frågor jämfört mot muntliga intervjuer. Nackdelarna är att enkäter tar lång tid och att metoden inte alltid lämpar sig för frågor utan fasta svarsalternativ. Det kan också finnas en risk att det kan bli en låg svarsfrekvens om uppföljningen uteblir.

Den metod vi har använt oss av vid insamlandet av primärdata är besöksintervju med Gunnar Korpås som tidigare varit VD för Kungsleden i Göteborg. Intervjun gick till så att vi i förväg hade formulerat ett par frågor (se bilaga 1) som Korpås sedan talade fritt utifrån. Med intervjun försökte vi framförallt fånga kvalitativa egenskaper som kunde öka vår förståelse för den finansiella analysen. Vi genomförde dessutom tre intervjuer med tre marknadsledande banker i Sverige som ville vara anonyma då de rådde om att de gav om aktiemarknaden och ränteläget inte var sådan information som de ville ge ut till allmänheten. Intervjuerna bestod av två telefonintervjuer med privatrådgivare och en intervju med en aktiemäklare där vi träffade respondenten i fråga. Vi ställde likadana frågor vid telefonintervjuerna. Vid den tredje intervjun fick vi möjligheten till att utveckla frågorna mer ingående då vi kommit längre in i uppsatsen och arbetsgången (se bilaga 2). Via intervjuerna med bankerna ville vi få utomstående perspektiv på Kungsleden och även få en viss känsla av hur marknaden uppfattade företaget.

2.2.2. Respondenter

Den förste personen vi intervjuade var Gunnar Korpås som tidigare varit VD för Kungsleden i Göteborg. Gunnar Korpås var anställd i Kungsleden mellan år 1992-2000 och var väl insatt i företaget. Under våra två telefonintervjuer talade vi med två olika privatrådgivare som inte dagligen direkt höll på aktiehandel men som ändå var väl insatta i aktiemarknaden. På den fjärde intervjun talade vi med en aktiemäklare som kunde besvara mer utförligt på frågor specifika för Kungsleden.

2.2.3. Sekundärdata

Litteraturstudien är en betydande del av detta arbete. Grunden för vår teoretiska referensram och de modeller som där beskrivs är en sammanställning av sekundärdata huvudsakligen från publicerad litteratur och artiklar. Vid appliceringen av dessa modeller på Kungsleden har vi även använt oss av Kungsledens årsredovisningar de senaste fem åren samt av olika artiklar i dagspress. Den finansiella analysen av företaget är huvudsakligen kvantitativ i den mening att vi sammanställt många olika uppgifter och därur försökt göra vår analys.



2.2.4. Källkritik

De värderingsmodeller vi beskriver som baseras på diskontering av olika avkastningsmått är väl teoretiskt underbyggda.⁹ Övriga modeller kan finnas anledning att ifrågasätta eftersom de enligt vår mening är mer av deskriptiv karaktär där syftet är att öka förståelsen snarare än att hävda sanningen. Trovärdigheten i böcker och forskningsartiklar får dock anses vara hög eftersom dessa källor redan granskats kritiskt av andra forskare och redaktörer. Artiklar som behandlar företagsvärdering har vanligtvis inte genomgått samma granskning som böcker och forskarrapporter och anses därför ha lägre trovärdighet. Viktigt att poängtera är att sekundärdata ofta är påverkat av värderingar och syften som upphovsmännen bakom haft. Mycket av den information som vi använder i studien är av intern karaktär, från Kungsledens hemsida och årsredovisningar. Det är viktigt att ha ett kritiskt förhållningssätt till sådan information eftersom företaget kan ha haft incitament att påverka den information som framställs. Med denna medvetenhet ökar chanserna att bättre kunna bedöma uppgifter utifrån vad som är fakta och vad som är subjektiva åsikter.

2.3. Praktiskt tillvägagångssätt

I första skedet insamlade vi information via Kungsledens årsredovisningar och annan litteratur för att bilda en uppfattning om företaget. Problemformuleringen var inte tydlig från början varför vi kände att en grundlig genomgång av informationen om Kungsleden var nödvändig för att kunna definiera problemen. Vi genomförde relativt tidigt våra två första intervjuer med dels Gunnar Korpås, dels en rådgivare på bank, vilket medförde att vi fick en klarare struktur i arbetsgången. Parallellt med uppsatsen kunde vi sedan komplettera med våra två senare intervjuer, dock höll vi oss till den litteratur som vi valt från början. Vi ansåg oss inte vara i behov av ytterligare litteratur.

2.4. Reliabilitet

Om någon skulle upprepa denna undersökning och använda samma angreppssätt som vi har haft, men vid ett annat tillfälle, skulle denne då få ett liknande resultat? En bra metod bör, för att ha hög reliabilitet, vara oberoende av undersökare.¹⁰

Den finansiella analysen innehåller parametrar som bygger på uppskattningar. De uppskattningar vi gör baseras på våra erfarenheter och påverkar därför de resultat vi får. För att inte ge utrymme för allt för mycket godtycke har vi lagt stor vikt vid att försöka få ett helhetsperspektiv på företaget. Det går dock aldrig att komma undan att den finansiella analysen antagligen har låg reliabilitet eftersom resultatet med största sannolikhet skulle skilja sig om någon annan skulle försöka upprepa denna undersökning.

När det gäller intervjuer av kvalitativ art är reliabiliteten alltid svår att mäta. Det finns dock saker som kan vara bra att tänka på när det gäller att få så hög reliabilitet som möjligt. Att inte ställa ledande frågor är en sådan sak. Vi har därför försökt att formulera frågorna så att svaren blir mer av resonerande karaktär, där den intervjuade fått tala tämligen fritt. En annan sak som vi tror kan ha ökat reliabiliteten är att vi båda var med under intervjun. Därmed tror vi att vi bättre kunde tolka de svar som gavs än om bara en person hade intervjuat.

⁹ Nilsson, Isaksson, Martikainen, *Företagsvärdering med fundamental analys*

¹⁰ Wiedersheim-Paul & Eriksson (1991)



Reliabiliteten i vårt arbete påverkas givetvis av pålitligheten i de sekundärdata vi använt oss av. Varje författare har ett visst mått av subjektivitet och förespråkar sina modeller. Genom att studera flera källor, och kritiskt granska dessa, bedömer vi dock att förutsättningar för en objektiv analys finns.

2.5. Validitet

Förutsättningarna för att uppnå en hög validitet fanns då vi började studera litteratur i ämnet. Ändå kan vi naturligtvis inte trots att vi använt oss av flera källor vara säkra på att vi inte förbisett något synsätt, som skulle vara intressant att undersöka och som skulle göra detta arbete bättre. Vi tror dock likväl att den teoretiska referensram samt den information som detta arbete bygger på ger en relativt god överblick av Kungsleden.

2.6. Sammanfattning

Vår strävan har varit att ge en helhetsbild över företaget. Uppsatsen är utformad som en fallstudie över Kungsleden. Informationssammanställningen har gjorts genom insamling av dels primärdata från intervju med Gunnar Korpås, två telefonintervjuer med rådgivare på bank samt en intervju med en aktiemäklare som också arbetar på bank, men även genom studier av olika publicerade skrifter. Vi är medvetna om att vår företagsanalys innehåller ett stort mått av egna uppfattningar och tolkningar. Uppsatsens reliabilitet, det vill säga sannolikheten att någon annan skulle komma fram till samma resultat med samma material, anser vi därför vara låg. Uppsatsens validitet anser vi dock vara hög.



3. Teoretisk referensram

3.1 Värderingsmodeller

De modeller som används vid företagsvärdering utgår antingen från framtida avkastning, så kallad *avkastningsvärdering*, eller från värdet på tillgångar och skulder, så kallad *substansvärdering*. Avkastningsvärderingen tar sin utgångspunkt i företagets resultaträkning medan substansvärderingen tar sin utgångspunkt i balansräkningen.¹¹ Med hjälp av *nyckeltal* kan man få en överblick över hur företaget utvecklats över tiden, och jämföra detta med liknande företag. Nyckeltalen är därför en indikator på hur företaget presterat över en viss period. Oavsett vilken modell som används bör denna kompletteras med en fördjupad analys av företaget. Denna undersökning kan exempelvis utgå från en trekantsmodell med vilken företagets specifika situation kartläggs. Förändringar såväl internt som externt kan få avgörande betydelse för ett företags framgång. Det är därför av stort intresse att försöka beskriva vilka företagets framgångsfaktorer är. Denna information är ofta svår att tillägna sig enbart genom att granska ett företags balans- och resultaträkning. De värderingsmetoder som nedan kommer att beskrivas bör därför grunda sig på en ingående analys av företaget och dess omvärld.

3.1.2 Avkastningsvärdering

Avkastningsvärdering innebär att man diskonterar företagets framtida avkastning. Det finns i huvudsak tre olika diskonteringsmodeller med olika utgångspunkter om vilka betalningsflöden som man bör använda vid värdering. Dessa modeller baserar avkastningen antingen på *framtida utdelningar*, på *framtida kassaflöden* eller på *framtida residualvinster*.¹² Utdelningar och kassaflöden är inriktade på betalningsflöden från företaget till ägarna. Residualvinster fokuserar på det värdeskapande som sker inom företaget och är ett mått på det mervärde som skapas utöver de bokförda tillgångarnas förväntade avkastning.

Gemensamt för modellerna är att uppskattningar måste göras om företagets livslängd, om företagets framtida betalningsflöden (utdelningar, kassaflöden eller resultat) samt om vilken diskonteringsränta som skall användas för att beräkna nuvärdet av de framtida betalningsflödena. Diskonteringsräntan är en funktion av den risk som företaget anses vara utsatt för samt tidens inverkan på pengars värde. Om vi med säkerhet kände till samtliga framtida utdelningar, kassaflöden och residualvinster skulle de tre modellerna generera samma värdering. Svårigheten att fastställa framtida betalningsflöden blir allt svårare ju längre in i framtiden prognoser görs. Detta hanteras i modellerna med en slutberäkning där en uppskattning av värdet efter den faktiska prognosperioden fås med antagandet om att företaget inte har någon förutbestämd livslängd.

¹¹ Löfgren, S. & Gometz, U. (1991), *Företagsvärdering*

¹² Nilsson, Isaksson, Martikainen: *Företagsvärdering med fundamental analys*



3.1.2.1 Framtida utdelningar

Med denna metod beräknas värdet på det egna kapitalet genom att nuvärdesberäkna alla framtida utdelningar. Nuvärdet av de prognostiserade utdelningarna bestämmer vad en investerare kan tänkas betala för företaget. De årliga utdelningarna är då investerarens avkastning av företagsförvärvet.¹³ Företagets aktievärde (V) är då summan av de framtida utdelningarna vid respektive period (U_t) nutidsberäknade med diskonteringsräntan (k_e):

$$V_0 = \frac{U_1}{(1 + k_e)} + \frac{U_2}{(1 + k_e)^2} + \frac{U_3}{(1 + k_e)^3} + \dots$$

Diskonteringsräntan kan ses som investerarens totala förväntade avkastningskrav. Detta krav är summan av den riskfria räntan och ett riskpremium som dels beror på den företagsspecifika risken (företagets β -värde) och marknadens riskpremium.¹⁴ Detta samband illustreras med CAPM-formeln¹⁵:

$$k_e = r_f + \beta_e * (E(r_m) - r_f)$$

k_e = Förväntad kostnad för eget kapital

r_f = Riskfri ränta

$E(r_m)$ = Förväntad avkastning på marknadsportföljen

β_e = Betavärdet för eget kapital

$E(r_m) - r_f$ = Marknadens riskpremium

Om utdelningsströmmen (U_t) kan väntas fortgå i det oändliga kan värdet (V) vid tidpunkten 0 skrivas som:

$$V_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{U_t}{(1 + k_e)^t}$$

Om utdelningen växer i en konstant takt (g) och förräntningskravet är konstant över tiden kan summan av en sådan oändlig serie förenklas varvid Gordons formel erhålls.¹⁶

$$V_0 = \frac{U_1}{k_e - g}$$

Vanligt är att man delar upp framtidsscenarioet i två delar. Den första delen består av ett antal år i framöver för vilka man har tillräcklig information att göra prognoser på. Den andra delen är en förenkling av de år som ligger bortom de närmsta åren och för vilka utvecklingen är präglad av utomordentligt stor osäkerhet. För dessa år gör man en slutberäkning med

¹³ Hult, M. (1998), *Värdering av företag*

¹⁴ Brealey, Myers, Marcus, (2000), *Fundamentals of Corporate Finance*

¹⁵ CAPM står för Capital Assets Pricing Model

¹⁶ Copeland, Weston, (1992), *Financial Theory and Corporate Finance*



Gordons formel. Exempelvis skulle på så sätt den generella formeln kunna skrivas som summan av fyra nästkommande perioders utdelningar och ett uppskattat restvärde.¹⁷

$$V_0 = \frac{U_1}{(1+k_e)} + \frac{U_2}{(1+k_e)^2} + \frac{U_3}{(1+k_e)^3} + \frac{U_4}{(1+k_e)^4} + \frac{V_4}{(1+k_e)^4}$$

Där restvärdet uttrycks som

$$V_4 = \frac{U_5}{k_e - g}$$

Eftersom utdelningarna växer i konstant takt (g) är $U_2=U_1*(1+g)$ och $U_3=U_1*(1+g)^2$ och så vidare.

3.1.2.2 Framtida kassaflöden

Företagets kassaflöde kan i enkelhet definieras som skillnaden mellan företagets inbetalningar och utbetalningar. Skillnaden mellan utdelningar och kassaflöden är att kassaflöden visar på vad företaget potentiellt skulle kunna dela ut till ägarna, medan utdelningarna är de faktiska belopp som aktieägarna erhåller. Värderingen beräknas på samma sätt som med utdelningar ovan med nutidsberäkningar av löpande betalningsflöden:

$$V_0 = \frac{KF_1}{(1+r)} + \frac{KF_2}{(1+r)^2} + \frac{KF_3}{(1+r)^3} + \dots$$

Vilket alternativt kan skrivas som

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{KF_t}{(1+r)^t}$$

Där r är den vägda kapitalkostnaden för kapitalet. I amerikansk litteratur benämns denna ränta WACC, weighted average cost of capital, en benämning som vi fortsättningsvis i arbetet kommer att använda oss av. WACC uttrycker marknadspriset för den framtida kapitalanskaffningen vid värderingstillfället¹⁸, vilket beror på marknadens avkastningskrav

¹⁷ Johansson, Runsten, (2005), *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*

¹⁸ Hult, M. (1998), *Värdering av företag*



på det egna kapitalet, långivarnas genomsnittliga räntekrav, företags soliditet samt företags skatt:¹⁹

$$WACC = r_e * \frac{E}{E + S} + r_s * (1 - T) * \frac{S}{E + S}$$

r_e = Kostnad för eget kapital

E = Marknadsvärdet för eget kapital

S = Marknadsvärdet för skulder

r_s = Kostnaden för skulder före skatt

T = Skattesatsen

3.1.2.3 Framtida residualvinster

Residualvinst kallas ofta för övervinst och är ett mått på det mervärde som finns kvar av resultatet då aktieägarnas och långivarnas avkastningskrav dragits av. Värderingsmodellen utgår åter igen från den diskonteringsteknik som ovan beskrivits. En skillnad är att det bokförda värdet på företags egna kapital läggs in år 0:

$$V_0 = BV_0 + \frac{RV_1}{(1+r)} + \frac{RV_2}{(1+r)^2} + \frac{RV_3}{(1+r)^3} + \dots$$

Vilket alternativt kan skrivas som

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RV_t}{(1+r)^t}$$

¹⁹ Brealey, Myers, Marcus, 2000, *Fundamentals of corporate finance*



3.1.2.4 Förenklade avkastningsvärderingsmetoder

Eftersom det kan vara svårt att prognostisera ett företags balans- och resultaträkning för flera år framåt i tiden används ofta förenklade företagsvärderingsmodeller. Två skall här presenteras: *avkastningsvärdering baserad på uthållig vinst* samt *jämförande värdering*.

Avkastningsvärdering baserad på uthållig vinst

Utgångspunkten för denna värderingsmetod är att företagets vinster är konstanta från år till år i all oändlighet. Metoden innebär att man med utgångspunkt i företagets historiskt redovisade resultat under ett antal år kunnat bedöma ett framtida uthålligt resultat (E). Detta resultat ligger sedan till grund för bedömning av det framtida avkastningsvärdet genom att man multiplicerar det bedömda uthålliga resultatet med en kalkylränta. Diskonterar man den uthålliga vinsten med ett uppskattat avkastningskrav på företaget (r) erhålls aktievärdet (V_a):

$$V_a = \frac{E}{r}$$

Jämförande värdering

Vid en jämförande värdering baseras företagets värde på marknadens bedömning av jämförelseobjekt i form av liknande företag. Vanligt är att man använder olika multiplar vid denna jämförelse. Genom omkastning i formeln ovan fås:

$$\frac{V_a}{E} = \frac{1}{r}$$

Detta mått anger hur många gånger högre företagets aktier värderas än den uthålliga vinsten och är ett exempel på en så kallad vinstmultipel.²⁰ Om avkastningskravet är 10 % motsvarar detta exempelvis en vinstmultipel på $1/0,1=10$. Om vi dividerar både täljare och nämnare med antalet utgivna aktier erhålls det så kallade P/E-talet, där P står för aktiens pris och E står för aktiens årliga vinst. P/E-talet anger med andra ord hur många gånger årsvinsten en aktie värderas. Genom att se till vilket P/E-tal ett liknande företag, eller ett branschgenomsnitt är värderat till kan företagets värde uppskattas. P/E-talet baseras på så sätt dels på aktiens historiska vinst, dels på jämförelser med andra liknande aktiers P/E-tal.

²⁰ Nilsson, Isaksson, Martikainen, *Företagsvärderings med fundamental analys*



Metoden fungerar dock mindre bra på fastighetsbolag där kurs/substansrelationen är viktigast.²¹

En annan jämförelsemultipl är det så kallade P/S-talet. P är börsvärdet, det vill säga hur mycket företaget är värt på börsen. S är hur mycket företagets försäljning är eller omsättningen, om man så vill. Ett P/S-tal på 1 säger alltså att börsvärdet är lika mycket värt som företagets omsättning. Ett lågt P/S-tal indikerar en låg vinstmarginal.²²

Tekniken med jämförande värdering används även i många andra sammanhang. Till exempel utgår man vid fastighetsvärdering ofta från pris/m² som jämförande prismultipl för att uppskatta ett rimligt värde på fastigheten.²³

3.2 Substansvärdering

Enkelt sagt definieras substansvärdet som företagets egna kapital, det vill säga företagets tillgångar minus dess skulder. Substansvärderingsmodeller tar sin utgångspunkt i balansräkningen. Det normala är att denna sedan justeras så att marknadsmässiga värden på tillgångarna och skulderna erhålls.²⁴ Innebörden i detta är att eventuella övervärden och undervärden läggs till och dras ifrån samt justeras för skatteeffekten som skulle uppstå vid en tänkt realisation. Vanligtvis återfinns de poster som justeras på balansräkningens tillgångssida. Anledningen till detta är att balansräkningens tillgångar i stor utsträckning värderas enligt försiktighetsprincipen till historiska anskaffningsvärden, se nedan.²⁵ Det väsentliga med substansvärdering är att kunna skilja på vad som är ekonomiskt värdeskapande och vad som är bokföringsmässigt värdeskapande.²⁶ Substansvärderingens relevans ökar ju större andel mätbara tillgångar ett företag har. För exempelvis ett fastighetsföretag med stora tillgångar får värdeförändringar på dessa stora effekter på balansomslutningen.²⁷

Anledningen till att företagets redovisade siffror inte alltid stämmer överens med de verkliga kan bero på att bakomliggande principer har styrt redovisningen; *antagande om fortlevnad*, *realisationsprincipen*, *matchningsprincipen* och *försiktighetsprincipen*. Det kan även finnas tydliga *incitament* att redovisa på ett visst sätt, kanske för att framställa företaget mer lönsamt än det egentligen är. I vår beskrivning av principerna och incitamenten försöker vi se till vilka värderingseffekter de kan tänkas ge.

²¹ Hult, M. (1998), *värdering av företag*

²² www.privataaffarer.se, 2006-05-03

²³ Lundström, S. (1997), *Ekonomisk analys av hyreskontrakt – fastigheter – fastighetsföretag*

²⁴ Hult, M. (1998), *Värdering av företag*

²⁵ Nilsson, Isaksson, Martikainen, *Företagsvärderings med fundamental analys*

²⁶ Penman, S. *Financial statement analysis and security valuation*

²⁷ Bengtsson, Laurin, (2000), *Arkivator - att värdera ett tillväxtföretag*



Antagande om fortlevnad

Antagandet används för att motivera värdering av tillgångar till anskaffningsvärde, vilket kontrasteras mot värdering till likvidationsvärde, det vill säga nutida försäljningsvärde. Förklaringen till detta är att företaget vid köp av en tillgång förväntar sig att nyttjandevärdet är större än anskaffningsvärdet, annars skulle ju inte tillgången vara lönsam. Eftersom anskaffningsvärdet anses vara lägre än nyttjandevärdet kan anskaffningsvärdet ses som en försiktig uppskattning av tillgångsvärdet.²⁸ Om antagandet om fortlevnad ifrågasätts kommer värderingsbasen istället skifta till *likvidationsvärde*. Ett företags likvidationsvärde är vad man skulle få ut om alla företagets tillgångar såldes till nutida försäljningsvärde. Detta värde bygger på att företaget ej skall leva vidare och kan ses som ett minimivärde, ett slaktvärde på företaget. Ur ett investerarperspektiv kommer detta värde på tal då företag hotas av konkurs. Närbesläktat med likvidationsvärdet är *reproduktionsvärdet* som motsvarar vad det skulle kosta att bygga upp ett likadant företag som det man analyserar från grunden.²⁹ Vi kommer inte att använda oss av varken likvidationsvärdet eller reproduktionsvärdet i vår senare analys.

Realisationsprincipen

Realisationsprincipen svarar på frågan vid vilken tidpunkt en ökning av nettotillgångar skall redovisas. Normalt tolkas principen som att försäljningen är den kritiska händelsen då värdeökningen kommer till uttryck eftersom de risker och förmåner som är förknippade med varan eller prestationen först då övergår mellan parterna.³⁰ Eftersom någon ökning av nettotillgångarna inte redovisas förrän vid försäljningen, är detta liktydigt med att tillgångarna värderas till anskaffningsvärde ända fram till försäljningen. Värdering till anskaffningsvärde enligt antagande om fortlevnad följer således även av realisationsprincipen.³¹ Vissa tillgångar skall dock inte värderas till anskaffningsvärde enligt IASB's regelverk. Exempel på en sådan tillgång är fastigheter som alltid skall värderas till verkligt värde vilket.³² Värdering till verkligt värde leder till att realisationsprincipen frångås eftersom värdet ändras utan att någon försäljning har skett. Det är därför viktigt att i samband med en företagsvärdering följa förändringarna i marknadsvärde för dessa tillgångar.

Matchningsprincipen

Matchningsprincipen innebär att intäkterna matchas mot de utgifter för de resurser som använts för att skapa intäkterna. Vid en försäljning matchas då intäkten mot kostnaden för de varor som har sålts. Eftersom det ofta finns poster som är svåra att hänföra till en bestämd period är matchningsprincipen inte alltid förenlig med realisationsprincipen. I dessa fall måste företaget välja princip vilket påverkar hur tillgångar redovisas på balansräkningen. Värt att analysera är hur väl den information företaget ger om tillgångarnas avskrivningstid stämmer överens med den faktiska avskrivningstiden. Genom att ställa det genomsnittliga anskaffningsvärdet på tillgångarna i relation till årets avskrivningar erhålls en bedömning av den avskrivningstid som företaget faktiskt använder.

²⁸ Smith, D. (2006), *Redovisningens språk*

²⁹ Hult, M. (1998), *Värdering av företag*

³⁰ Thorell, P. (1999), *Företagens redovisning*

³¹ Smith, D. (2006) *Redovisningens språk*

³² IAS 40



Försiktighetsprincipen

Principen kan ses som ett allmänt förhållningssätt som innebär att man i valet mellan två "tänkbara" värden skall välja det lägsta vid värdering av tillgångar och det högsta vid värdering av skulder. De värden som brukar jämföras är anskaffningsvärdet för tillgången och å andra sidan nettoförsäljningsvärdet eller nyttjandevärdet för tillgången. Lite hårddraget säger principen att det är tillåtet att göra subjektiva bedömningar i redovisningen, bara de görs på pessimistiska och inte på optimistiska grunder.³³ Försiktighetsprincipen påverkar även valet företaget gör om när utgifter skall klassas som kostnader. Vid en försiktig värdering är tillgångarna lågt värderade och kostnaderna högt värderade. Följden av detta blir att resultatet skjuts framåt i tiden.³⁴ Vid en värdering finns därför en risk att företagets värde underskattas.

Incitament

Ett företag kan ha olika skäl till att redovisa på ett visst sätt. Om man vid en substansvärdering är uppmärksam på dessa incitament ökar chanserna till att göra en objektiv värdering. Vi kommer kort att beskriva incitamenten till att visa *höga resultat*, *låga resultat*, samt *jämna resultat*. Incitamenten påverkar hur ett företag väljer att redovisa när utgifter blir till kostnader och när inkomsterna räknas som intäkter.

Höga resultat

Företagets marknadsvärde riskerar att sjunka om inte marknadens förväntningar på ett högt resultat infrias. Redovisningsmässigt går det att åstadkomma ett högt resultat även dåliga år. Med hjälp av periodiseringar flyttas resultat mellan perioderna. Under hela företagets livslängd gäller dock att $\sum KF = \sum \text{Resultat}$, där KF är alla företagets framtida kassaflöden och där Resultatet är summan av alla framtida resultat. Ett högt resultat en viss period kan även vara resultatet av att företaget valt att skjuta kostnader på framtiden istället för att redovisa dem då de uppkommit. Incitament att visa höga resultat kan även vara att det finns bonussystem som är kopplade till resultaten.

Låga resultat

Ett företag kan vara hotat av politiska kostnader om det är alltför framgångsrikt. Exempelvis bevakar konkurrensmyndigheten att monopol inte förekommer. Ett företag kan åka på höga straffavgifter om monopol- eller kartellpositioner uppdagas. Från företaget kan detta vara ett stort incitament att redovisa ett för lågt resultat.

I vissa fall vill ett företag ha så mycket kostnader det bara går. En ny ledning kan exempelvis ha tillträtt som vill visa handlingskraft och rensa bort så mycket det går. Ett företag kan också passa på att ta kostnader när det ändå går dåligt. Incitamentet i båda dessa fall är att i framtiden kunna visa ett ännu bättre resultat, eftersom kostnader redan har tagits i tidigare perioder.

³³ Smith, D. (2006), *Redovisningens språk*

³⁴ Penman, S. H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*



Jämna resultat

Marknaden tycker inte om stora svängningar i ett företag. Genom att jämna flytta resultat mellan åren kan företaget antingen höja upp dåliga år eller sänka ner goda år. Det redovisade resultatet kommer på lång sikt att vara detsamma som det ekonomiska resultatet. Problemet är att risken inte syns då marknaden skall värdera företaget vilket leder till att företaget får ett större börsvärde än det skulle ha haft om svängningarna i det ekonomiska resultatet hade synts.

3.3 Trekantsmodellen

Trekantsmodellen visar sambanden mellan de tre komponenterna *Finans*, *Subjekt* och *Objekt*. *Finans* betecknar det kapital företaget får för sina produkter eller tjänster. *Subjekt* betecknar företags personal och deras kompetens. *Objekt* betecknar den verksamhet som företaget bedriver. Förhållandet mellan de olika delarna varierar mellan olika branscher. I tjänsteföretag är *Subjekt* den viktigaste komponenten, eftersom *Objekt* inte existerar utan *Subjekt*. I tillverkande företag är *Objekt* nödvändig för företags fortlevnad. I kapitalintensiva företag är *Finans* den tyngsta av delarna.³⁵

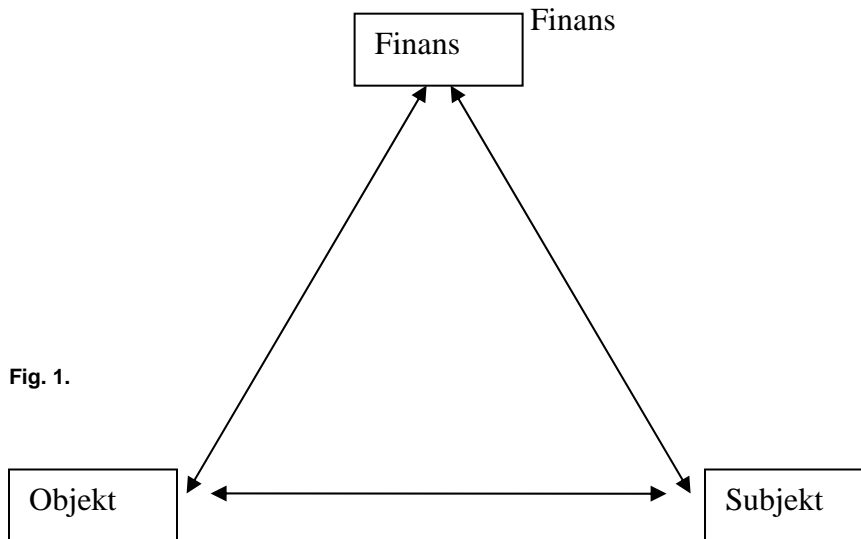


Fig. 1.

Pilarna visar på de utbyten som finns i företaget. *Subjekt* och *Objekt* utgör basen i trekantsmodellen och kan förenklat sägas utgöra företags Drift. Med denna benämning blir kopplingen till fyrkantsmodellen nedan tydlig.

3.4 Fyrkantsmodellen

Fyrkantsmodellen tydliggör förhållandet mellan Drift och *Finans*. Modellen kopplar samman företags resultat- och balansräkning och är ett bra verktyg för att ge en överskådlig bild av företaget som helhet. Genom att dra en diagonal linje genom figuren blir förhållandet mellan Drift och *Finans* konkret.³⁶ Var diagonalen dras beror på vilka villkor som gäller i det aktuella företaget. Driften innefattar de tillgångar som används i företaget för produktionen, såsom maskiner och fastigheter, samt de kostnader som är hänförliga till denna, såsom löner och inköp. *Finans* beskriver å andra sidan hur driften finansieras ur ett mer externt perspektiv. Driften skapar företags mervärde, något som vore och omöjligt utan *Finans*.³⁷

³⁵ Holm, Jönson (2006), *Total – från olja till energi*

³⁶ Polesie, T. (1995), *Drift & Finans – aspekter på ett företags ekonomi*

³⁷ Bengtsson, Laurin (2000), *Arkivator – att värdera ett tillväxtföretag*

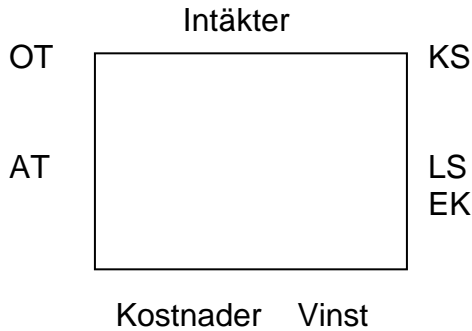


Fig. 2.

Formen på fyrkantsmodellen visar flera olika förhållanden inom företaget. Modellen kan användas som verktyg för att dels beskriva branschtypiska egenskaper men även för att göra jämförande studier över tidsperioder där förändringar på formen på fyrkanten kan användas som utgångspunkt för ytterligare analys.

3.5 Finansiella nyckeltal

Jämförelsen gentemot andra företag i samma storleksklass och i samma bransch görs främst genom analys av olika nyckeltal. Nyckeltalsanalysens huvudsakliga syfte är att minimera den osäkerhet som är förknippad med företagsvärdering.³⁸ För att göra en nyckeltalsanalys måste först företagets räkenskaper ställas upp på samma sätt för flera år. Därefter analyseras företagets resultat, tillgångar och finansieringskällor. Genom denna analys kan man jämföra företagets utveckling under en längre tidsperiod. De finansiella nyckeltalen kan delas in i olika kategorier beroende vilka prestationsmått man vill belysa. I vår analys har vi valt att fokusera på nyckeltal som beskriver företagets finansiella ställning (skuldsättningsgrad, soliditet) och dess lönsamhet (räntabilitet, övervinst).³⁹

3.5.1 Finansiell ställning

Den finansiella ställningen visar hur företaget är finansierat. Finansieringsmöjligheten är beroende av räntabiliteten. Ett högt belånat företag ökar den finansiella risken vilket i sin tur leder till att aktieägarna begär högre avkastning. Detta illustreras med den så kallade hävstångsformeln:⁴⁰

$$R_e = R_t + \frac{S}{E} * (R_t - R_s)$$

³⁸ Hult, M. (1998), *Värdering av företag*

³⁹ I den nyckeltalsstatistik som Statistiska centralbyrån årligen publicerar delas nyckeltalen in i sex olika kategorier som beskriver olika prestationsmått: *avkastningsstruktur, resultatstruktur, kapitalomlopp, rörelsekapital, likviditet/soliditet och tillväxt.*

⁴⁰ Brealey, Myers, Marcus (2000), *Fundamentals of Corporate Finance*



där R_e är avkastningskravet på det egna kapitalet, R_t är avkastningskravet på företagets totala tillgångar, S/E skuldsättningsgraden och den R_s är den genomsnittliga låneräntan.⁴¹

Skuldsättningsgrad

$$\frac{\text{Skulder}(S)}{\text{EgetKapital}(E)}$$

Skuldsättningsgraden visar hur skulderna förhåller sig till det egna kapitalet. En hög skuldsättningsgrad ökar företagets risk vilket kan leda till högre avkastningskrav från såväl företagets aktieägare som dess bankfinansiärer.

Soliditet

$$\frac{\text{EgetKapital}(E)}{\text{TotaltKapital}(S + E)}$$

Soliditeten visar företagets självfinansiering i förhållande till total finansiering. En hög självfinansiering gör företaget mer rustat för motgångar, men kan samtidigt innebära att onödigt mycket kapital binds i verksamheten. Lämplig soliditet varierar mellan olika företag och branscher beroende på den risk man är utsatt för. Undersökningar visar att företag med låg räntabilitet och låg tillväxt karakteriseras av lägre tillväxttakt för det egna kapitalet än för totala tillgångar, det vill säga sjunkande soliditet.⁴² Om tillgångssidan ökar motsvaras detta av en lika stor ökning av summan av eget kapital och skulder. För att relationen mellan skulder och eget kapital, det vill säga skuldsättningsgraden och soliditeten ej skall förändras, måste ökningen av såväl skulder som eget kapital procentuellt sett vara samma som för totala tillgångar.⁴³

3.5.2 Lönsamhet

Ett företags lönsamhet mäts antingen i form av räntabilitet som är olika relationsmått mellan redovisningsmässigt resultat och redovisningsmässigt kapital, eller i form av residualresultat, som är ett absolutmått som beskriver det mervärde företaget genererat när aktieägarnas krav är uppfyllt. Relationsmått underlättar jämförandet mellan olika företag medan absolutmålet på ett direkt sätt visar vilken över- eller underavkastning som företaget gjort. En eventuell överavkastning kallas för residualvinst (se ovan) och tillfaller antingen ägarna i form av en extra utdelning, eller återinvesteras, i verksamheten.⁴⁴

⁴¹ R_s får inte förväxlas med bankräntan. Skuldräntan visar företagets genomsnittliga räntebelastning. Har företaget stora icke räntebärande skulder till exempel leverantörsskulder, blir skuldräntan låg.

⁴² Johansson, Runsten, (2005), *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*

⁴³ IBID

⁴⁴ Brealey, Myers, Marcus, (2000), *Fundamentals of Corporate Finance*



Räntabilitet på totalt kapital, R_t

$$\frac{\text{Resultat Före Räntekostnader}}{\text{Totalt Kapital}}$$

R_t är opåverkad av företagets kapitalstruktur och kan därför sägas vara opåverkat av företagets finansieringspolitik.⁴⁵ R_t speglar hela företagets lönsamhet och kan exempelvis ställas i jämförelse med ränta på kapitalmarknaden för att se om företagets verksamhet ger en acceptabel förräntning av det disponerade kapitalet. Med WACC-formeln⁴⁶ kan ett företag se vilket r_t som minst krävs för att dels uppfylla aktieägarnas avkastningskrav r_e men även långivarnas räntekrav r_s , (se kap. 3.1.2.2).

Räntabilitet på eget kapital, R_e

$$\frac{\text{Resultat Efter Räntekostnader}}{\text{Eget Kapital}}$$

Hävstångsformeln ovan syftar till att belysa företagets finansiella situation och betonar därvid räntabiliteten på det egna kapitalet (R_e). Räntabiliteten på det egna kapitalet är förmodligen den faktor som påverkar börskursen mest.⁴⁷ I extremfallet om inga skulder, och därmed inga räntekostnader finns, kommer R_e att sammanfalla med R_t . När det gäller att analysera vilka åtgärder som finns för att förbättra R_e är DuPont-modellen användbar. Enligt denna kan R_t delas upp i två komponenter, vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet.⁴⁸

Vinstmarginal, VM

$$\frac{\text{Resultat Före Räntekostnader}}{\text{Omsättning}}$$

VM är ett mått som beskriver resultatandelen för varje krona i omsättning. Detta mått mäter företagets yttre effektivitet.

Kapitalomsättningshastighet, KOH

$$\frac{\text{Omsättning}}{\text{Totala Tillgångar}}$$

KOH beskriver vilken omsättning ett visst totalkapital skapar och mäter därmed företagets inre effektivitet.

⁴⁵ Johansson, Runsten, (2005), *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*

⁴⁶ WACC står för Weighted Average Cost of Capital

⁴⁷ Hult, M. (1998), *Värdering av företag*

⁴⁸ Multiplikerar man vinstmarginalen med kapitalomsättningshastigheten erhålls R_t .



Residualresultat

Årets resultat – Kostnad för eget kapital

Om residualresultatet är positivt har företaget skapat värde för ägarna.

Sammanfattning

I detta kapitel har vi presenterat de modeller som använts för att genomföra analysen av Kungsleden. Värderingsmodellerna kan delas in i två grupper, avkastningsvärdering och substansvärdering. Den första beräknar företagets värde utifrån prognostiserade framtida avkastningar medan den andra utgår från företagets redovisade resultat. Trekantsmodellen delar upp ett företag i Finans, Subjekt och Objekt. Modellen ligger till grund för förståelsen av fyrkantsmodellen som på ett överskådligt sätt presenterar de finansiella siffrorna. Förändringar i modellens form, då företaget förändras över tid, kan förklaras genom användande av olika nyckeltal. Dessa har vi valt att dela in i två grupper: Nyckeltal som beskriver finansiell ställning samt nyckeltal som beskriver lönsamhet. Nyckeltalen är även användbara vid jämförelsen mellan olika företag.



4. Företagspresentation

4.1 Bankkrisen

Den utlösande faktorn som stod bakom bildandet av Securum och senare avknoppningen av Kungsleden har sin grund i den omfattande bankkris som Sverige genomled i början 1990-talet.

Bankkrisen som drabbade Sverige kan förklaras av flertalet orsaker. En dominerande faktor var dock fastighetskrisen. För att få en bild av Sverige under denna period kan man se till hur olika politiska faktorer i samspel med bankväsendet fungerade. I Sverige avreglerade man många av de restriktioner som man tidigare haft för bankerna. Detta bidrog till att ett stort antal banker ville öka sina marknadsandelar på kreditmarknaden och lånade ut mer kapital än man gjorde i sedvanliga fall. Kapitalet lånades många gånger ut med fastigheter som säkerheter. Under andra hälften av 1980-talet, steg priserna på kommersiella fastigheter raskt och med den rådande inflationen drevs dem upp desto mer.⁴⁹

I början av 1990-talet skedde omfattande förändringar genom en rad politiska beslut (som tagits i slutet av år 1989) vilket medförde drastiska prisfall på den övervärderade kommersiella fastighetsmarknaden. Dels genomfördes en skattereform vilket bland annat innebar minskade subventioner till fastighetsbranschen, dessutom avskaffades den valutareglering man tidigare hållit i Sverige. Detta skedde i samband med den ekonomiska lågkonjunktur som tog sin början.⁵⁰

*"Under denna period minskade BNP tillväxten med mellan -1,1 till -1,8 procent per år samtidigt som subventionerna till bostadsbyggandet minskade och byggmomsen ökade från 13 till 25 procent."*⁵¹

Konsekvenserna av prisfallen blev omfattande. Många banker stod inför stora kreditförluster och otillräcklig kapitaltäckning. Det finansiella systemet i Sverige stod nära inför en kollaps. Det var av den anledningen som man införde en bankstödsnämnd med syfte att ge stöd åt bankerna. Staten betalade ut ungefär 65 miljarder kronor i stöd. De största bidragstagande bankerna var statliga Nordbanken och Gotabank (som köptes upp av Nordbanken). För att upprätthålla stabiliteten i det finansiella systemet utfärdade staten även hösten 1992 en generell garanti för bankernas långivare, insättningsgarantin.⁵²

*"Från och med 1993 började ekonomin långsamt återhämta sig och BNP-tillväxten uppvisade återigen positiva tillväxttal. Efterfrågan steg och fastighetspriserna på såväl flerbostadshus som kommersiella fastigheter ökade igen liksom de marknadsbestämda hyrorna i kommersiella fastigheter."*⁵³

⁴⁹ Bengtsson & Polesie, 1992

⁵⁰ <http://www.riksbank.se>

⁵¹ IBID

⁵² <http://www.okadhalsa.regeringen.se>

⁵³ <http://www.riksbank.se>



4.2. Bildandet av Kungsleden AB och företagets historiska utveckling

Kungsleden stod ursprungligen under företaget Retriva AB. Retriva AB blev sedan uppköpt av Securum AB. Det var efter uppköpet som utvecklingen av Kungsleden tog vid.

1993-1995

Efter den bank- och fastighetskris som skedde stod statliga Nordbanken, som övertog Gotabank, med flertalet fastigheter som lämnats i pant. Problemen med de dåliga krediterna var mer omfattande än beräknat så en uppdelning av Gotabanks verksamhet gjordes. År 1993 bildades Retriva AB som fick ta hand om Gotabanks problemengagemang. Kungsledens, som stod under Retriva AB, ursprungliga uppgift var att förvalta de fastigheter som efterlämnats i pant. De fick till uppdrag att bedöma utvecklingsmöjligheter i fastigheterna. I fall där man ansåg att sådana fanns köptes panten från låntagaren. Ganska omgående ändrades dock Kungsledens strategi från förvaltning till avveckling. Under 1994 och 1995 såldes 250 fastigheter till ett värde av cirka 2 miljarder kronor.⁵⁴

1996

Under detta år blev Retriva AB uppköpta av Securum AB. I samband med uppköpet gjordes stora fastighetsbyten mellan Securums AB:s fastighetsbolag Castellum AB och Kungsleden. (hemsida). Omstruktureringen i fastighetsbestånden gjordes väldigt strategiskt. Castellum AB fick fastigheter i attraktiva områden med bättre lönsamhet medan Kungsleden, redan hade och fick desto fler, geografiskt spridda fastigheter som ofta låg i områden med liten eller negativ utvecklingspotential.⁵⁵ Castellum kunde fokusera mer på förvaltning och Kungsledens fokus blev mer kortsiktighet och avveckling av de fastigheter som inte var lämpliga att förvalta inom lång sikt.

I december 1996, sålde den dåvarande ägaren, statligt ägda Agilia Holding, samtliga aktier i Kungsleden till ett antal institutionella placerare. Till dessa hör SPP, 5:e AP-fonden, Investment AB Bure, Crafoordska Stiftelsen, FöreningsSparbankens värdepappersfonder Robur, FPK; Praktikerinvest AB och Röda Korset. I samband med ägarbytet ändrades affärsidén från avveckling till att äga och förvalta fastigheter med långsiktigt hög och stabil direktavkastning. Kungsleden nischade sig, sett till många andra inom fastighetsbranschen, med hög avkastning i fokus framför fastighetsbestånd i attraktiva områden. De fastighetsbestånd Kungsleden handlade med utgjorde stora volymer och många transaktioner gjordes. Under 1996 och 1997 avyttrade Kungsleden drygt 800 fastigheter till ett värde av omkring 4,6 miljarder kronor till extern part.⁵⁶

1998

Under våren år 1998 refinansierades lån på totalt 1,2 miljarder kronor från tidigare huvudägare till förmånligare villkor. Kungsleden gjorde även en del betydande förvärv. Ett av dem var då FöreningsSparbanken sålde ut ett flertal rörelsefastigheter och Kungsleden genomförde ett köp för 2 328 Mkr. Genom utgivande av ett konvertibelt företagslån om 200 Mkr till FöreningsSparbanken och ett banklån om 1,8 miljarder kronor samt en nyemission

⁵⁴ <http://www.kungsleden.se> samt intervju 1

⁵⁵ Bengtsson & Polesie, 1998

⁵⁶ <http://www.kungsleden.se> samt intervju 1



om 300 Mkr (vilken till största delen tecknades av befintliga aktieägare), kunde man genomföra köpet. Beståndet som förvärvades bestod av 232 fastigheter. Det blev en fördelaktig affär då det var ett välskött bestånd med centralt belägna fastigheter. Ytterligare ett köp var i slutet av år 1998 då även delar av SEB:s rörelsefastigheter förvärvades. Det beståendet utgjordes av 27 fastigheter för en köpeskillning om 282 Mkr. I och med 1998 års förvärv fördubblades Kungsledens fastighetsportfölj och den innehöll även många attraktiva hyreskontrakt som erhållits genom de senare förvärven.⁵⁷

1999

År 1999 fick Kungsleden tillträde till ett bestånd man köpt från JM. De 43 fastigheterna bestod främst av industri- och kontorslokaler och var huvudsakligen belägna i Malmö, Helsingborg, Lund och Halmstad. Köpeskillningen uppgick till 1 240 Mkr. Även en del avyttringar gjordes under detta år, fastigheter såldes som ansågs ha låg avkastning, fem fastigheter för 330 Mkr i Linköping och Norrköping. Samtidigt genomfördes ett förvärv från Nordisk Renting AB av fyra fastigheter belägna främst i Storstockholm för en köpeskillning om 94 Mkr.⁵⁸

2000

Under 2000 sker flera fastighetstransaktioner. Till en köpeskillning om 1 551 Mkr köps 26 fastigheter med en yta om 353 tkvm samtidigt som 112 fastigheter med en yta om 93 tkvm avyttras för totalt 390 Mkr med ett resultat om 62 Mkr. De större avyttringar som gjorts är främst av flertalet småfastigheter i Eskilstuna och Strängnäs samt en kontorsfastighet i Stockholm. 90 procent av årets försäljningsantal har haft ett försäljningsvärde under 10 Mkr.⁵⁹

2001

Under detta år fortsätter fokus på en bättre sammansättning av fastighetsbeståndet. Totalt hade 103 fastigheter avyttrats för 1057 Mkr. Försäljningarna resulterade i en vinst om 100 Mkr efter försäljningskostnader. De bestånd som under året avyttrats utgjordes av fastigheter som bedömdes ha mindre bra avkastnings- och utvecklingsmöjligheter, bland annat fastigheter i perifera områden. Tillskott till Kungsledens fastighetsportfölj gjordes genom förvärv av 98 fastigheter (3 877 Mkr). De fastigheter som tillkom var främst belägna i storstadsregioner med låg risk men även relativt låg avkastning. Några av de betydande förvärven var tio affärsfastigheter i Göteborgs kranskommuner, kontors- och lagerfastigheter i Malmö från Skandia samt fastigheter för äldreboende som köptes från JM.⁶⁰

⁵⁷ <http://www.kungsleden.se> samt intervju 1

⁵⁸ IBID

⁵⁹ IBID

⁶⁰ IBID



2002

Under 2002 är Kungsledens fastighetstransaktioner inte lika omfattande som under 2001. För att bibehålla det fokus man haft på direktavkastning gjordes dock ett förvärv av 42 fastigheter inom äldreboendet och ett styckeförvärv av en industri- och lagerfastighet i Västerås samt ett förvärv av flertalet fastigheter i större regionstäder med hög direktavkastning. Det växande beståndet inom äldreboendet ledde till ett eget affärsområde inom Kungsledens organisation och även en del andra förändringar gjordes. Till årets avyttringar hörde 67 fastigheter till för 880 Mkr.⁶¹

2003

Under detta år genomfördes omfattande försäljning om 77 fastigheter till en sammanlagd köpeskilling på 1,3 Mdr, ett resultat om 151 Mkr. Ytterligare förvärv genomfördes inom äldreboendet med fyra fastigheter till ett värde av 245 Mkr. Ett fokus hade nu utvecklats inom äldreboendet, som förutom fastigheterna även medfört hyresgäster med långa kontrakt, och affärsområdet blev en egen region inom Kungsleden. Till förvärven under året hörde även en större fastighetsportfölj från Drott, med fokus på Malmö och Helsingborg, till.⁶²

⁶¹ <http://www.kungsleden.se> samt intervju 1

⁶² IBID



4.3. Kungsleden idag

4.3.1. Kungsleden

Kungsledens två huvudinriktningar är förvaltning och handel med fastigheter. Fastighetsbeståndet är främst koncentrerat till Svealand och Götaland. Bolaget ser avkastningen som viktigare än fastighetens kategori och geografiska läge. Kungsleden har specialiserat sig på strukturering av heterogena fastighetsbestånd och är ett fastighetsbolag som frekvent köper och säljer fastigheter. En bild som definierar Kungsleden tydligare är företagets affärsidé, vision mål och strategier. Vid studier av årsredovisningarna från år 2001 till 2005 redogör Kungsleden om detta. Från affärsidén kan man urskilja Kungsledens fokus på avkastning.⁶³

År 2001-2004

Vision

"Vi ska genom gott entreprenörskap och hög kompetens bli Sveriges mest lönsamma och framgångsrika fastighetsbolag."

Affärsidé:

"Kungsleden äger och förvaltar fastigheter med långsiktigt hög och stabil avkastning."

Strategi

"Vi ska nå våra mål genom att

- vidareutveckla en kompetent och affärsmässig organisation*
- med aktiv förvaltning och förädling av fastighetsbeståndet sträva efter att ha nöjda kunder*
- med utgångspunkt i befintligt bestånd och genom köp och försäljningar säkerställa en långsiktigt hög avkastning."*

Då Kungsleden är ett transaktionsintensivt fastighetsbolag har man styrt upp en enhetlig process, kungsledenprocessen, som de anställda skall ha som övergripande struktur i arbetsgången vid förvärv och avyttring. Kungsledenprocessen går ut på förhandling, ekonomisk och teknisk analys, juridisk genomgång, genomförande och likvidavräkning. Bolaget utger sig idag, bland de anställda, ha den kompetens som krävs för samtliga av dessa delmoment.⁶⁴

⁶³ <http://www.kungsleden.se> samt Kungsledens årsredovisning 2005

⁶⁴ IBID



4.3.3. Finansiella mål och riskbegränsningar

År 2001-2004

Finansiella mål

"Våra mål är att

- uppnå minst 15 procents avkastning på eget kapital*
- uppnå minst 8,5 procents direktavkastning efter fastighetsadministration i fastighetsportföljen."*

Riskbegränsningar

"Vi begränsar risken genom att

- högst 30 procent av hyresintäkterna ska komma från industri- och lagerfastigheter*
- högst 30 procent av hyresintäkterna ska komma från fastigheter i kommuner med färre än 25 000 invånare*
- soliditeten långsiktigt ska uppgå till minst 25 procent och kortsiktigt inte får understiga 20 procent."*

Ser man till årsredovisningarna från åren 2001- 2004 kan man utläsa de finansiella mål Kungsleden har. I och med år 2005 årsredovisning ändrade man de finansiella målen samt riskbegränsningarna. I de finansiella målen ändrade man den andra punkten som ersattes av ett mål på en räntetäckningsgrad på 2 ggr. I riskbegränsningarna ändrade man den tredje punkten som ersattes av att ränteräkningsgraden inte ska understiga 1,5 ggr. Styrelsens strävan är att Kungsleden ska ha en konstant utdelning med en hög utdelningsandel. Utdelningspolitiken innebär att Kungsleden ska dela ut åtminstone 50 procent av utdelningsgrundande resultat.⁶⁵

⁶⁵ Kungsledens årsredovisning 2001-2005

4.3.2. Organisation och affärsområden

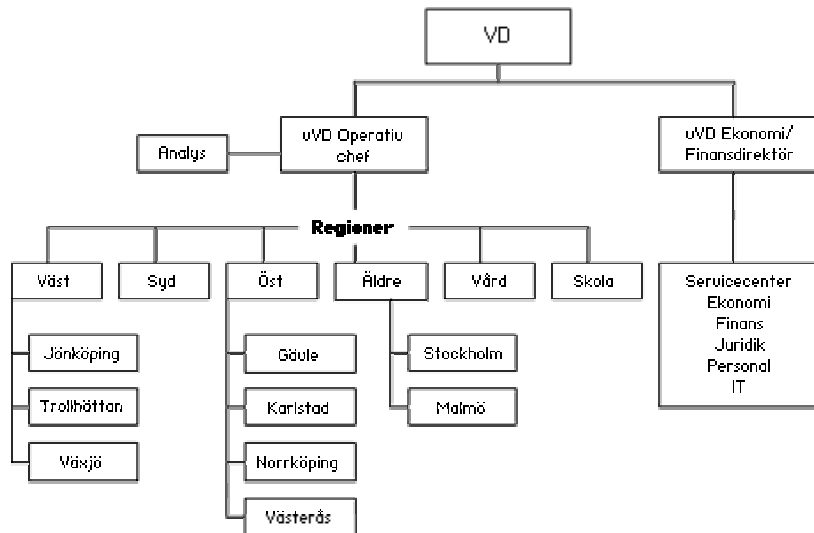


Fig. 3.

Enligt figuren ovan kan man se Kungsledens organisationsstruktur. Sett från ovan, så ansvarar VD Ekonomidirektör/Finansdirektör för det centrala servicecentret och för frågor inom ekonomi, finans, juridik, personal och IT. Servicecentret är stationerat vid huvudkontoret, men viss personal är placerad på regionkontoren i Göteborg och Malmö.⁶⁶

Förvaltning och Servicecenter är de områdena Kungsledens organisation är indelad i. Ser man till förvaltningsorganisationen så är den i sin tur uppdelad i sex geografiska samt fastighetskategoriserade enheter, Väst, Syd och Öst respektive Äldreboende, Vårdfastigheter och Skolfastigheter. Regionerna ansvarar för sitt fastighetsbestånd och är ansvariga för frågor inom förvaltning, uthyrning och försäljning. Förvaltningsorganisationen leds av den operativa chefen och innefattar även en central analysavdelning.⁶⁷

⁶⁶ <http://www.kungsleden.se> samt Kungsledens årsredovisning 2005

⁶⁷ Kungsledens årsredovisning 2005

4.3.3. Ägarstruktur

Aktieägare per den 31 december 2005

Aktieägare	Antal aktier	% av röster och kapital
Robur	1 528 204	3,4
JP Morgan Chase Bank	1 268 801	2,8
Olle Florén med bolag	950 000	2,1
SHB/SPP fonder	764 562	1,7
State Street Bank and Trust	747 934	1,6
FSO Försäkringsföreningen	716 520	1,6
SIS Sega Intersettle AG	703 082	1,5
DFA-Intl SML Cap Val Port	587 400	1,3
Svenska Röda Korset	568 080	1,2
Mellon Omnibus	487 002	1,1
Summa 10 största aktieägare	8 321 585	18,3
Utländska aktieägare, övriga	7 662 853	16,8
Övriga aktieägare	29 516 250	64,9
Totalt	45 500 688	100,0

Fig. 4.

Ovan figur illustrerar den ägarstruktur Kungsleden hade enligt 2005 års årsredovisning. Kungsleden är noterat på O-listan, Attract 40, Stockholmsbörsen och de dominerande ägarna utgörs av såväl svenska som utländska aktörer. Föreningssparbankens Robur äger den största andelen tätt följt av amerikanska JP Morgan Chase Bank.⁶⁸

4.4. Bransch- och konkurrentanalys

Fastighetsbranschen har haft en stark tillväxt. Denna tillväxt har i hög utsträckning möjliggjorts tack vare det fördelaktiga låga ränteläget. Det är många aktörer på fastighetsmarknaden, däribland Kungsleden, men även många utländska investerare och fondbolag. Förutom fastigheterna det handlas med är det även en konkurrens om attraktiva hyresgäster, bland annat större företag.⁶⁹ Nedan beskrivs ett par av de fastighetsbolag som utgör konkurrens för Kungsleden.

Enligt resp. årsredovisning 2005	Bokfört värde (mkr)	Uthyrningsgrad (%)	Hyresvärde (mkr)
Kungsleden	25 750	90	3 070
Fast Partner	2 782	91	312
Klövern	5968	87	639
Wihlborgs	7890	90	839
Wallenstam	16 986	96	i.u
Hufvudstaden	16 276	93	i.u
Castellum	21 270	88	2 220
Fabege	21 296	86	2 778

Fig. 5.

⁶⁸ IBID

⁶⁹ Intervju 2-4



Fast Partner

FastPartner äger ett fastighetsbestånd, med majoriteten av beståndet i Sverige, med både bostäder och kommersiella fastigheter. Fast Partners strategi är att koncentrera sitt fastighetsbestånd till Stockholmsområdet. Andelen kommersiella fastigheter med kontor, lager, produktion, butiker, hotell och skolor utgör ca 75 procent av beståndet och resterande ca 25 procent utgörs av bostäder. Kommersiella fastigheter prioriteras före bostadsfastigheter och det är i detta avseende, detta affärsområde, som Fast Partner utgör konkurrens för Kungsleden. Dock kan det påpekas att den geografiska koncentrationen av Fast Partners fastighetsbestånd skiljer sig från Kungsledens, då Kungsleden bestånd är koncentrerat till mindre perifera områden.⁷⁰

Klövern

Klövern är ett fastighetsföretag som fokuserar på, precis som Kungsleden, att förvärva, utveckla och sälja högavkastande fastigheter. Det geografiska fokuset är förlagt till större och medelstora städer utanför storstadsregionerna vilket till viss del är desamma som för Kungsleden. På två år har antalet fastigheter ökat från 80 (år2003) till 162 (år2005) och antalet anställda har ökat från 20 till ca.75 st. Dessa siffror talar för en expansion av företaget, likt den Kungsleden genomgått. Klöverns två enskilt största hyresgäster är Posten och Ericsson.⁷¹

Wihlborgs

Fastighetsbolaget Wihlborgs har ett bestånd koncentrerat till Öresundsregionen, Malmö Helsingborg, Lund och Köpenhamn. Wihlborgs strävar efter äga, förvalta och utveckla fastigheter med fokus på kommersiella fastigheter. Här kan man tyda en avgränsande skillnad från Kungsleden som har större koncentration mot att sälja fastigheter. I Malmö och Helsingborg är Wihlborgs ett av de ledande fastighetsbolagen och konkurrerar med Kungsleden som har ett av sina affärsområden koncentrerat till just detta geografiska område.⁷²

Wallenstam

Wallenstam är ett fastighetsbolag med sammanlagt över 300 fastigheter i de tre storstadsregionerna Stockholm, Göteborg, och Helsingborg, 89 procent av verksamheten är koncentrerad till Stockholm och Göteborg. Koncernen omsätter drygt en miljard kronor i hyror. Till skillnad från Kungsleden så har Wallenstam ett starkt fokus på att vara marknadsledande privat fastighetsägare, inte på kommersiella byggnader och den geografiska indelningen av bestånden är förlagt till perifera områden.⁷³

⁷⁰ <http://www.fastpartner.se>

⁷¹ <http://www.klovern.se>

⁷² <http://www.wihlborgs.se>

⁷³ <http://www.wallenstam.se>



Hufvudstaden

Hufvudstaden är ett fastighetsbolag som förvärvar och förvaltar fastigheter i Stockholm och Göteborg. Fastigheterna som ingår i bolagets bestånd är lokaliserade på centrala platser i storstäderna och tjänar, i enlighet med Hufvudstadens affärsidé, syftet att tillhandahålla företag högkvalitativa kontors- och butikslokaler på attraktiva marknadsplatser. En av bolagets stora kunder är NK i både Göteborg och Stockholm, samt parkeringshuset Parkaden i Stockholm.⁷⁴

Castellum

Castellum är det bolag som Kungsleden, efter en större omstrukturering i Securum, fick ett större fastighetsbestånd av, i mindre attraktiva områden. Efter omstruktureringen kunde Castellum visa på bättre uthyrningssiffror och lönsamhet i kvot till det bestånd som kvarstod. Castellums fastighetsbestånd innehåller enbart svenska fastigheter koncentrerade till Storgöteborg, Öresundsområdet, Storstockholm, västra Småland och Mälardalen. Verksamheten fokuseras på tillväxt i kassaflöden och resultat, vilket ger förutsättningar för en långsiktigt god värdetillväxt. Castellum och Kungsleden är aktörer på många gemensamma marknader.⁷⁵

Fabege

Fram till maj 2005 var Fabege verksam under namnet Wihlborgs Fastigheter AB och har ett fastighetsbestånd med inriktning mot kommersiella lokaler. Fastighetsbeståndet är koncentrerat till Stockholmsregionen.⁷⁶

4.5. Sammanfattning

I det här kapitlet beskrev vi hur Kungsleden startades med utgångspunkt i den bank- och fastighetskris som Sverige genomled i början 1990-talet. Därefter redogjorde vi hur Kungsledens historiska utveckling sett ut och hur företagets strategi ändrats från avveckling till ägande och förvaltning. I och med detta gavs även en överblick över Kungsledens olika affärsområden och verksamhet. Övergripande beskrev vi sedan också Kungsledens affärsidé och finansiella mål under åren 2001-2005. Slutligen gjordes även en kort bransch- och konkurrentanalys för Kungsleden och fastighetsmarkanden.

⁷⁴ <http://www.hufvudstaden.se>

⁷⁵ <http://www.castellum.se>

⁷⁶ <https://www.fabege.se>

5. Företagsanalys

5.1 Trekantsbeskrivning

För att få en mer komplex översikt av Kungsleden tillämpar vi trekantsmodellen. Här försöker vi utifrån de olika årsredovisningarna från år 2001 fram till 2005, tolka de olika händelseförloppen för att finna svar till utvecklingen av aktien och framgångarna Kungsleden haft.

5.1.1. Objekt

I den verksamhet som Kungsleden bedriver är fastigheterna företags objekt. För att kunna jämföra dessa objekt över tiden blir det användbart med mått som exempelvis beskriver den geografiska indelningen, för att kunna åskådliggöra fördelning av fastighetsbestånden, eller bokförda värden samt hyresintäkter.

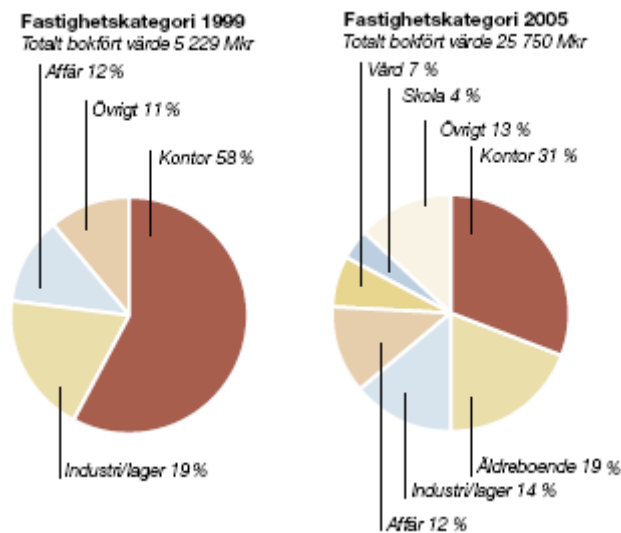


Fig. 6.⁷⁷

Ser man till Kungsledens fördelning år 2005 av de olika kategorierna av fastigheter i jämförelse med år 1999 kan man urskilja en tydlig skillnad. Andelen kontor har minskat från 58 till 31 procent. Större delen av Kungsledens hyresintäkter kommer dock från kontorssegmentet som utgör 32 procent av de sammanlagda hyresintäkterna. Även industri/lager- andelen har minskat från 19 till 14 procent. Omfördelningen av de olika andelarna har sin förklaring i de förvärv inom äldreboende som år 1999 inte fanns men som idag utgör en stor andel samt förvärv och satsningar som gjorts inom vård- och skolfastigheter. 37 procent av hyresintäkterna kommer från affärsområdena Vård, Skola och Äldreboende. Satsningarna som gjorts inom dessa områden kan utgöra en konkurrensfördel för Kungsleden men framförallt inbringar affärsområdena långa hyreskontrakt. Den ekonomiska uthyrningsgraden är 90 procent för Kungsleden. Diversifieringen i Kungsledens fastighetsbestånd i och med de olika affärsområdena, talar för en fortsatt relativt hög uthyrningsgrad då en riskspridning inom olika affärsområden gjorts.⁷⁸

⁷⁷ Kungsledens årsredovisning 2005

⁷⁸ IBID

5.1.2.Finans

5.1.2.1Fyrkantsbeskrivning

Vi börjar med att visa en sammanställning av Kungsledens balans- och resultaträkningar över åren 2001-2005. Utifrån denna illustrerar vi sedan förändringarna visuellt i form av fyrkanter. Därefter följer en kort förklaring till de förändringar som har skett. Vi har valt att redovisa 2004 år i enlighet med IFRS för att uppnå en bättre jämförelse mellan 2004 och 2005.⁷⁹

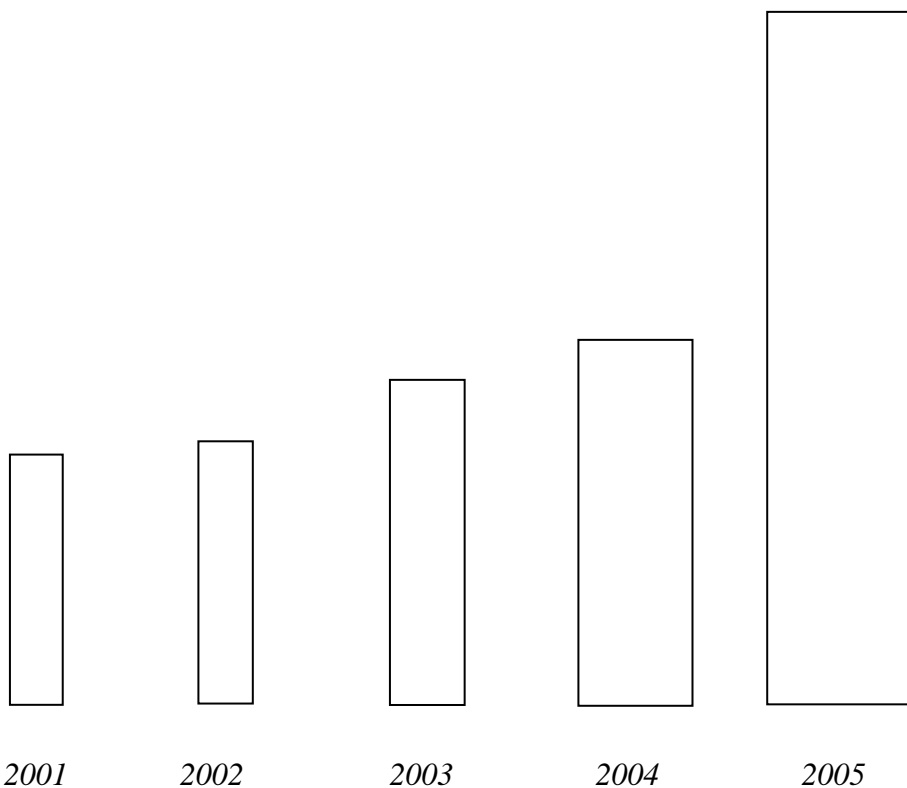


Fig. 7 2001 2002 2003 2004 2005

Figuren visar Kungsledens organiska tillväxt över åren 2001 till 2005. Formen på fyrkanten visar att Kungsleden har mycket kapital bundet. Ser vi till företagets balansräkning består detta kapital till en mycket stor del av fastigheter.⁸⁰ Visuellt kan vi sluta oss till att Kungsleden har vuxit kraftigt under dessa år och mer än fördubblat både omsättning och balansomslutning. Omsättningen, illustrerat genom fyrkantens bredd, har under de fem åren ökat med $5954/2096 = 284$ procent och balansomslutningen, fyrkantens höjd har vuxit med $27470/9947 = 276$ procent. Variationer mellan åren däremellan förekommer dock.

⁷⁹ Från och med 1 januari 2005 ska börsnoterade företag inom EU upprätta koncernredovisning enligt International Financial Reporting Standards IFRS. I Kungsledens årsredovisning 2005 finns omräknade uppgifter för år 2004 enligt IFRS.

⁸⁰ Kungsledens årsredovisningar 2001-2005



År	2001	2002	2003	2004	2005
Summa tillgångar	9947	10412	12908	14514	27470
Skulder	7759	8102	10080	10560	20821
Eget Kapital	2188	2310	2828	3954	6949
Summa EK och skulder	9947	10412	12908	14514	27770
Intäkter	2096	2171	2970	4520	5954
Kostnader	1830	1849	2224	3644	3967
Årets resultat	266	322	745	876	1987
Nyckeltal					
Soliditet	22	22,2	21,9	27,2	24,2
R _t	8	8,6	7,9	6,7	7
R _e	12,4	14,3	29	24,1	37,5
VM	12,66	14,85	25,03	19,41	33,35
KOH	0,21	0,21	0,23	0,31	0,22

Fig. 8.

2001

Resultat före skatt uppgick till 380 Mkr vilket motsvarade ett resultat per aktie om 20,06 kr. Utdelningen föreslogs till 10,5 kr per aktie vilket innebar en ökning med 17 procent. Driftsöverskottet ökade med 38 procent till 638 Mkr. Avkastningen på det egna kapitalet (R_e) var år 2001 12,4 procent och man hade en avkastning på det totala kapitalet (R_t) på 8. Ser man till soliditetens värde ger det en indikation på behovet av bindning av kapital beroende på den beräknade risk företaget väntas få. Kungsleden hade som finansiellt mål att soliditeten långsiktigt skulle uppnå minst 25 procent och kortsiktigt inte understiga 20 procent. År 2001 låg soliditeten på 22 procent, något som hamnade mellan det långsiktiga och kortsiktiga målet. De två huvudinriktningarna som Kungsleden har, förvaltning samt handel av fastigheter, resulterade i 638 Mkr respektive 100Mkr. Under året 2001 förvärvades fastigheter för 4Mdr och fastigheter för 1Mdr såldes. Detta innebar att innehavet av bestånd växte med 50 närmare procent. Exempel på bestånd som förvärvades var fastigheter för äldreboende från JM och även kontors- och lagerfastigheter i Malmö från Skandia samt centralt belägna affärsfastigheter i Göteborgs kranskommuner. Uppköpet av beståndet från JM medförde även långa hyreskontrakt.⁸¹

2002

Resultat före skatt uppgick till 452 Mkr, vilket motsvarade ett resultat per aktie om 23,8 kr. Utdelning föreslogs till 12 per aktie vilket medförde en ökning med 14 procent. Driftsöverskottet ökade med 28 procent till 818 Mkr. Under året avyttrades 67 fastigheter för 880 Mkr med ett resultat på 136Mkr. Samtidigt förvärvades 42 fastigheter för 1289Mkr.

⁸¹ Kungsledens årsredovisningar 2001-2005



Handeln under 2002 var inte lika omfattande som år 2001 på grund av den lågkonjunktur som Sverige befann sig i då. De förvärv som gjordes var främst inom äldrevården, men även förvärv inom industri- och lagerfastighet med hög avkastning och utvecklingsmöjligheter gjordes. Dock utfördes en del avyttringar av bestånd med bra reavinster utanför storstadsregionerna. En viktig följd av handeln var att risken hade minskat, men främst så kunde Kungsleden bibehålla avkastningen.⁸²

2003

Resultat före skatt uppgick till 485 Mkr. Resultat per aktie blev 39,3 kr. En ökning av utdelningen med 8 procent föreslogs till 13 per aktie. Hyresintäkter och driftsöverskott ökade med 7 respektive 4 procent till 1376 Mkr respektive 850 Mkr. Under 2003 avyttrades 77 fastigheter för 1334 Mkr med ett resultat på 151 Mkr. Kungsleden förvärvade även 70 fastigheter för 2913 Mkr. Köp av fastigheter inom äldreboende gjordes också och i samband med detta fick Kungsleden även hyreskontrakt. En större fastighetsportfölj från Drott med fokus på Malmö och Helsingborg köptes. Fastighetsportföljen innehöll bestånd i centrala Malmö och Helsingborg. Under 2003 höjdes energipriserna och Sverige befann sig i en lågkonjunktur. Kungsleden kunde inte kompensera kostandsökningarna genom hyreshöjningar. Dessutom växte konkurrensen vid köp främst på grund av nya utländska aktörer. Trots detta kunde man uppfatta ett intresse för Kungsleden via den starka kursutvecklingen Kungsleden hade.⁸³

2004

Resultat före skatt uppgick till 571 Mkr motsvarande 49 kr per aktie. Utdelningen föreslogs till 15 kr per aktie. Dessutom avsåg styrelsen att föreslå en split 2:1. Hyresintäkter och driftsöverskott ökade med 10 respektive 10 procent till 1508 Mkr respektive 934 Mkr. Under 2004 blev det ett förbättrat ränteläge i Sverige vilket medförde att Kungsledens resultat påverkades positivt. Det förbättrade ränteläget kunde märkas av inom hela fastighetsmarkanden. Följderna blev ökade transaktioner för hela fastighetsbranschen, även för Kungsleden. Även aktörerna blev fler på grund av fonder och utländska placerare. Konsekvenserna med det ökade antalet aktörer medförde minskade bestånd, upptrissade priser men även bättre försäljningsmöjligheter. Kungsleden genomförde försäljningar om 2,7 miljarder kronor med ett resultat om 170 Mkr. Köp av nya bestånd inom äldreboende gjordes men även ett antal sjukhusfastigheter och skolor.⁸⁴

2005

Årets resultat före skatt uppgick till 2116 Mkr. Ett resultat som motsvarade 48,10 kr per aktie. Hyresintäkter och driftsnetto ökade med 29 respektive 28 procent till 1845 Mkr respektive 1304 Mkr. Under året avyttrades 56 fastigheter för 2917 Mkr med ett resultat på 318 Mkr och ett kassaflöde på 403 Mkr. Ett förvärv gjordes även av 466 fastigheter för 13351 Mkr. Investeringar gjordes i affärsfastigheter med ICA och Axfood som hyresgäster. Även fortsatta investeringar gjordes inom vård och omsorgs- fastigheter. Beståndet ökade från 13,5 miljarder kronor till 25,8 miljarder kronor. Utdelningsgrundande resultat uppgick

⁸² Kungsledens årsredovisningar 2001-2005

⁸³ IBID

⁸⁴ IBID

till 1001 Mkr, motsvarande 22 kr/aktie. Styrelsen föreslog utdelningen till 11 kr/aktie. En framtida split 3:1, avsågs även att föreslås på stämman av styrelsen.⁸⁵

5.1.3 Subjekt

Subjektet i Kungsleden utgörs av de anställda. Inom organisationen anser man att man har den interna kompetens som krävs för de fastighetstransaktioner som genomförs samt för de andra delarna i verksamheten. Historiskt sett kan man tyda att det är en erfarenhet de anställda torde ha, hantera stora volymer av fastigheter av varierande typ, då Kungsledens ursprungliga uppgift var att utveckla samt avveckla fastigheter. Detta var en uppgift som krävde mycket självständighet i arbetsgången. Strax efter bankkrisen hade de anställda arbeten där sluttidpunkten redan var uppgjord från början. Efter avvecklingen var allt arbete utfört. Trots detta skötte de anställda sina uppgifter bra och det gick väl för Kungsleden.⁸⁶ Andra kompetenser de anställda måste besitta, enligt Kungsleden, är inom strukturering av fastighetsportföljen.⁸⁷

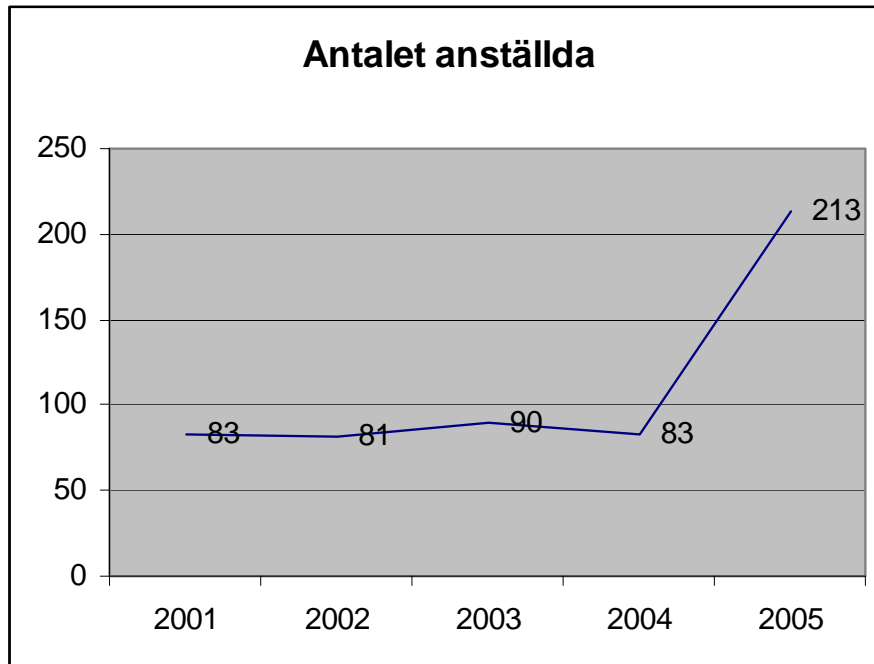


Fig. 9.

Av diagrammet kan man tydligt se hur antalet anställda genom de senaste åren varit jämnt för att sedan öka avsevärt år 2005. År 2001-2004 låg antalet anställda omkring ett åttiotal personer. Under år 2005 tilltog antalet till 213 personer, varav 138 tjänstemän. Av tjänstemännen har 88 medarbetare arbetat 4 år eller mer i bolaget, 33 mellan 1-3 år och resterande 17 kortare period än ett år.⁸⁸

⁸⁵ IBID

⁸⁶ Intervju 1

⁸⁷ Kungsledens årsredovisningar 2001-2005

⁸⁸ IBID



5.1. Sammanfattning

I kapitlet har vi skildrat Kungsleden utifrån trekantsmodellen. I första skedet har vi beskrivit Kungsledens objekt, fastigheterna. Där har vi sett till de olika affärsområdena och hur de utgör olika andelar i bland annat hyresintäkter. Vi har även sett till den finansiella delen i Kungsleden, genom fyrkantsmodellen kunde vi tydliggöra den expansionsartade utvecklingen Kungsleden haft. Dessutom kunde vi utifrån årsredovisningarna redogöra för utvecklingen av fastighetshandeln och utdelningen. Utdelningen under åren hölls på en hög nivå under samtliga år, även vid lågkonjunktur. Detta såg vi hade sin förklaring i mer omfattande avyttringar under de mindre fördelaktiga ekonomiska lägena. Slutligen har vi i korthet beskrivit subjektet i Kungsleden, de anställda och deras kompetens.

6. Värdering av Kungsleden

6.1. Avkastningsvärdering

6.1.1. Framtida utdelningar

Vi gör förenklingen att dela upp framtidsscenariot i två delar. För de fyra följande åren gör vi prognoser baserat på den historiska utdelningen. För de år som ligger bortom dessa gör vi en förenkling med Gordons formel.

Om vi tittar på hur utdelningarna sett ut de senaste fem åren har dessa varje år ökat. Genom att beräkna medelvärdet på utdelningsförändringarna får vi fram att utdelningarna i genomsnitt har ökat med 20,8 % årligen. Vi tror att utdelningarna de närmsta fyra åren kommer att fortsätta att öka i samma takt, men därefter öka med 4 % per år i ett oändligt perspektiv.

Den riskfria räntan för en statsobligation med löptid på 10 år uppgår till 3,915 %.⁸⁹ Det genomsnittliga betavärdet för Kungsledenaktien är 0,21.⁹⁰ Detta innebär till exempel att om generalindex faller med 10 % faller Kungsledenaktien i genomsnitt med enbart 2,1 %. Marknadens förväntade avkastning på marknadsportföljen uppskattar vi till 8 %. Visserligen har börsen rusat uppåt den senaste tiden, men historiskt sett har börsens avkastning varit ungefär 8 % och vi tror att det är denna avkastning marknaden förväntar sig på marknadsportföljen. Den förväntade kostnaden för eget kapital blir utifrån CAPM:

Jämför vi detta värde med vad r_e i genomsnitt varit de senaste fem åren, nämligen 23,46%, är det ganska uppenbart att skillnaden mellan det teoretiska värdet och det faktiska värdet på r_e är stort. I Kungsledens årsredovisning för år 2005 framgår att Kungsleden har som långsiktigt

$$k_e = r_f + \beta_e * (E(r_m) - r_f) = 3,915\% + 0,21 * (8\% - 3,915\%) = 4,77\%$$

finansiellt mål att ge en avkastning på eget kapital på 15%. Detta värde ligger mellan de två värden på r_e som vi ovan fick fram varför vi väljer att använda detta värde som avkastningskrav på det egna kapitalet i diskonteringsformlen nedan. Vi antar nu att utdelningarna kommer att fortsätta att öka med 20,8% årligen i fyra år. 2005 års utdelning var på 11 kronor per aktie. De fyra närmsta åren får då värdet:

$$\begin{aligned} V_0 &= \frac{U_1}{(1+k_e)} + \frac{U_2}{(1+k_e)^2} + \frac{U_3}{(1+k_e)^3} + \frac{U_4}{(1+k_e)^4} = \\ &= \frac{11}{(1+0,15)} + 1,208 * \frac{11}{(1+0,15)^2} + 1,208^2 * \frac{11}{(1+0,15)^3} + 1,208^3 * \frac{11}{(1+0,15)^4} = 41,25kr \end{aligned}$$

⁸⁹ www.svt.se/svttext, 2006-04-28

⁹⁰ Kungsledens årsredovisning 2005



Restvärdet beräknas med Gordons formel $V_4 = U_5/(k_e - g)$ där g motsvaras av den långsiktiga ökningen av utdelningarna på 4% årligen. Vi väljer här även att justera ner avkastningen till aktieägarna till 4,77% som är det värde CAPM-formeln ovan gav oss på r_e . Detta ger

Adderar vi framtidsscenarioets två delar får vi att aktien idag är värd 41,25 kr + 276,55 kr =

$$V_4 = \frac{U_5}{(k_e - g)} = \frac{1,208^4}{(0,0477 - 0,04)} = 276,55kr$$

313,80 kr. Som synes får uppskattningen av restvärdet mycket stort genomslag i beräkningen av aktiens värde.

Om vi tänker oss att aktiemarknaden de närmsta åren även fortsättningsvis vill ha 23,46% i avkastning på eget kapital i paritet med hur det har sett ut de senaste fem åren, och samtidigt väger in att banken i genomsnitt de senaste fem åren har haft en snittränta på 5,12%, så måste Kungsleden enligt WACC som lägst ha en räntabilitet på det totala kapitalet på 8,47%:

$$WACC = R_e * \frac{E}{E + S} + R_s * (1 - T) * \frac{S}{E + S} = 23,46\% * 0,242 + 5,12\% * (1 - 0,28) * 0,758 = 8,47\%$$

Vi har då förutsatt att soliditeten är 24,2% enligt tidigare samt att skattesatsen (T) är 28%.

6.1.2. Framtida Kassaflöden

Kassaflödena har de senaste fem åren varit positiva och relativt jämna. I genomsnitt har kassaflödet årligen varit 16,38 kr per aktie. Om vi antar att kassaflödena även fortsättningsvis kommer att vara motsvarande och att den vägda kapitalkostnaden är 8,47 % enligt ovan, får vi följande värde på aktien när t går mot oändligheten:

$$V_0 = \sum \frac{KF_t}{(1 + r)^t} = \frac{16,38}{(1 + 0,0847)^t} = 193,50kr$$

6.1.3. Framtida residualvinster

Om man från årets resultat drar av kostnaden för det egna kapitalet återstår residualvinsten. Denna är ett mått på företagets vinst utöver "normal" vinst, där den normala vinsten är beräknad som ägarnas avkastningskrav på det egna kapitalet som företaget förfogar över.

Det egna kapitalet var år 2005 bokfört till 6649 Mkr / 41282128 aktier = 161,06 kr/aktie. Kungsleden har ett uttalat r_e på 15 %. 2005 var ett rekordår med ett r_e på 37,5 %. Residualvinsten detta år blev 37,5% - 15 % = 22,5 %. Av årets resultat motsvarar detta 0,225*48,10 kr/aktie = 10,82 kr/aktie.



Vi tror att Kungsleden nästkommande tre år kommer att fortsätta producera residualvinster, men mer i linje med hur det har sett ut tidigare år, och inte som år 2005 som vi anser ha varit ett exceptionellt bra år. I genomsnitt har avkastningen till ägarna de senaste fem åren varit 23,46 %. Residualvinsten för dessa år har analogt med ovan varit 8,46 % vilket motsvarar $0,0846 * 48,10 \text{ kr/aktie} = 4,07 \text{ kr/aktie}$. Vi antar att denna residualvinst består i tre år. Därefter anser vi det som orimligt att fortsättningsvis generera sådana övervinster, vilket innebär att r_e kommer att stabiliseras på 15 %, varvid residualvinsten blir noll.

Enligt WACC, se kapitel 6.1.1, måste Kungsleden ge en avkastning på det totala kapitalet med 8,47 %.

Sammantaget ger det oss följande beräkning av Kungsledens aktievärde:

$$\begin{aligned} V_0 &= BV_0 + \frac{RV_1}{(1+r)} + \frac{RV_2}{(1+r)^2} + \frac{RV_3}{(1+r)^3} + \frac{RV_4}{(1+r)^4} = \\ &= 161,06 + \frac{10,82}{(1+0,0847)} + \frac{4,07}{(1+0,0847)^2} + \frac{4,07}{(1+0,0847)^3} + \frac{4,07}{(1+0,0847)^4} = 180,62 \text{kr / aktie} \end{aligned}$$

6.1.4. Avkastningsvärdering baserad på uthållig vinst

Resultatet har de senaste åren varit positiva och kraftigt växande. I genomsnitt har resultatet varit 21,54 kr/aktie och år. För att uppskatta ett avkastningskrav på företaget använder vi oss återigen av WACC eftersom hänsyn här tas både till långivare och aktieägare. Enligt ovan, se kapitel 6.1.1, är WACC = 8,47 %. Applicerar vi detta på värderingsformeln erhålls:

$$V_a = \frac{E}{r} = \frac{21,54}{0,0847} = 254,31 \text{kr / aktie}$$

6.1.5. Jämförande värdering

För att ta fram multiplar som kännetecknar liknande företag i fastighetsbranschen har vi valt att begränsa urvalet till svenska fastighetsföretag med en årsomsättning mellan 300 Mkr och 3000 Mkr. Vi fick på detta sätt fram följande lista på svenska börsnoterade fastighetsföretag ordnade efter omsättning:⁹¹

⁹¹ Samtliga uppgifter är hämtade från affärsvärldens hemsida: www.affarsvarlden.se



Företag ⁹²	P/E-tal ⁹³	P/S-tal ⁹⁴	soliditet, % ⁹⁵	Vinst/aktie, kr	omsättning, Mkr ⁹⁶
Fast Partner	16,71	5,45	33,67	5,98	331
Klövern	16,38	4,62	34,80	3,15	639
Wihlborgs Fast.	23,65	5,70	33,67	8,12	736
Wallenstam	19,10	5,64	34,06	24,96	1220
Hufvudstaden A	14,43	9,27	52,35	6,31	1345
Castellum	20,07	6,47	41,82	7,52	1907
Fabege	15,80	4,92	41,43	27,73	2778
Medelvärde	18,02	6,01	38,83	11,97	1279
Kungsleden	10,95	6,41	24,21	48,10	1845

Fig. 9.

Liknande företag värderas till P/E-talet 18,02. Kungsledens genomsnittliga årsvinst de senaste fem åren är 21,54 kr/aktie. Det uppskattade värdet på kungsledenaktien blir då

Anledningen till att vi använde den genomsnittliga årsvinsten är att Kungsleden år 2005 $18,02 * 21,54 = 388,15$ kr/aktie

uppvisade en exceptionellt god vinst, mer än dubbelt så hög som föregående år, som vi inte tror är representativ för Kungsleden på sikt.

Medelvärdet på P/S-talet var 6,01. Kungsledens omsättning år 2005 var 1845 Mkr. Antalet aktier är 41282128 st. Detta ger följande värde på aktien:

$$6,01 * \frac{1845 \text{ Mkr}}{41282128 \text{ aktier}} = 268,60 \text{ kr / aktie}$$

Om vi jämför Kungsledens soliditet med branschsnittet finner vi att företaget har utmärkande låg soliditet. Lämplig soliditet varierar som tidigare nämnts mellan olika företag och branscher beroende på den risk man är utsatt för. Kungsleden är följaktligen utsatt för mer risk än branschgenomsnittet vilket i sin tur borde påverka P/E- och P/S-talen i form av högre värden på dessa tal gentemot branschmedelvärdet. Noterbart är att P/E-talet för Kungsleden tvärtom är lägre än genomsnittet vilket då skulle kunna indikera att aktien är undervärderad.

⁹² Dessa är Kungsledens huvudsakliga konkurrenter enligt Privata affärer, www.privataaffarer.se, 2006-05-02. Enligt Gunnar Korpås finns dock de största konkurrenterna utomlands eftersom Kungsledens affärsidé så markant skiljer sig från andra svenska fastighetsföretag.

⁹³ Uppdaterad 2006-05-02

⁹⁴ Uppdaterad 2006-05-02

⁹⁵ Soliditeten är utifrån boksluten 2005-12-31.

⁹⁶ Omsättningen är utifrån boksluten 2005-12-31.



6.2. Substansvärdering⁹⁷

IAS 40 och verkligt värde

EU beslutade att från den 1 januari 2005 att för de noterade företagen tillämpa de internationella redovisningsstandarderna Accounting Standards (IAS). Man ansåg att behovet av en mer jämförbar och enhetlig redovisning var nödvändig.

”Den redovisningsplikt som fastställs i dessa direktiv kan inte garanteras en hög grad av insyn i redovisningen för alla noterade företag i gemenskapen och att dessa redovisningar i hög grad blir jämförbara. Vilket är en förutsättning för att man skall kunna upprätta en integrerad kapitalmarknad som är effektiv, smidig och ändamålsenlig. Det är därför nödvändigt att komplettera det regelverk som tillämpas på noterade företag.”⁹⁸

IAS40, förvaltningsfastigheter, var en av de nya regler som antagits av EU och som kom att spela stor roll för många fastighetsbolag. Regeln, som infördes i IAS- regelverket den 1 januari 2005, är utformad efter en värdering med utgångspunkt i anskaffningsvärdet samt en värdering som bygger på verkligt värde.

”Det verkliga värdet återspeglar, bland annat, inkomster från löpande hyresavtal och rimliga antagande om marknadens bedömning av hur kunniga parter skulle bedöma utvecklingen av nivån på framtida hyresavtal mot bakgrund av rådande marknadsförutsättningar.”⁹⁹

Införandet av IAS 40 medförde många omfattande förändringar för ett bolag som Kungsleden. Detta tydliggörs vid närmare iakttagelse av bolagets verksamhet, då Kungsleden är ett företag som frekvent säljer fastigheter. Innan införandet av IAS 40 möjliggjordes det för Kungsleden att vid försäljning av fastigheter, frigöra de värdeökningar som uppstod. När man sedan införde den nya redovisningsstandarden och värdeökningar skulle tas upp löpande kunde Kungsleden inte längre föra samma tillvägagångssätt. Här, ser vi, uppstår en tydlig problematik sett ur utdelningspolitiken Kungsleden har, där en av de stora genererande källorna för utdelning inte längre finns kvar.

Tillgångar och skulder är redovisade till historiska anskaffningsvärden, förutom förvaltningsfastigheter och finansiella instrument som värderas till verkligt värde. Införandet av IFRS år 2005 har haft betydande effekt på resultat- och balansräkningarna. Att upprätta de finansiella rapporterna i enlighet med IFRS kräver att företagsledningen gör bedömningar och uppskattningar samt gör antaganden som påverkar tillämpningen av redovisningsprinciperna och de redovisade beloppen av tillgångar, skulder, intäkter och kostnader. Verkligt utfall kan avvika från dessa uppskattningar och bedömningar. Eftersom Kungsledens tillgångar huvudsakligen består av förvaltningsfastigheter får förändrade värderingar stor inverkan på företagets substansvärde.

Fastighetsbeståndet värderades 31/12 2005 till 25750 Mkr. Kungsleden har valt att basera det verkliga värdet på internt genomförda värderingar. Löpande görs uppföljningar på hur de

⁹⁷ Samtliga siffror i detta avsnitt är tagna från Kungsledens årsredovisning 2005

⁹⁸ Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002

⁹⁹ IAS 40



interna värderingarna förhåller sig till realiserade försäljningspriser. De under året erhållna priserna på sålda fastigheter översteg föregående års interna värderingar med 14 %. Vi väljer därför att justera upp fastighetsbeståndet med 14 % till 29355 Mkr som vi anser vara det verkliga värdet. Detta baserar vi på en egen uppfattning att fastighetspriserna kommer att fortsätta att stiga. Fastigheternas övervärde är med andra ord $29355 \text{ Mkr} - 25750 \text{ Mkr} = 3605 \text{ Mkr}$. Om vi antar att skattesatsen är 28 % blir den upplupna skatteskulden $0,28 * 3605 \text{ Mkr} = 1009,4 \text{ Mkr}$. Resterande 72 % är en obeskattad reserv på $0,72 * 3605 \text{ Mkr} = 2595,6 \text{ Mkr}$. Vi justerar därför upp förvaltningsfastigheternas värde med den obeskattade reserven på 2595,6 Mkr. Rörelsefastigheter bokförs till anskaffningsvärde med avdrag för planenliga avskrivningar över den ekonomiska livslängden. Vid bokslutstillfället fanns endast två fastigheter som bedöms falla inom rubriceringen rörelsefastigheter inom Kungsledenkoncernen. Den beräknade avskrivningen på dessa fastigheter uppgår till 150 Tkr. Bedömningens påverkan på koncernens resultat anser vi i sammanhanget vara marginell varför vi valt att bortse från att göra en eventuell korrigerig av denna avskrivning.

Inventarier avskrivs enligt notupplysningarna linjärt enligt plan på fem år. Inventariernas historiska anskaffningsvärde uppgår till 36750 Tkr. 2005 års avskrivning på inventarierna var 2590 Tkr. Dividerar vi anskaffningsvärdet med årets avskrivning får vi en uppskattning på den faktiska avskrivningstid som Kungsleden tillämpar: $36750/2590 = 14,19$ år. Detta avspeglar hur länge företaget tror att inventarierna kan användas. Dessa tillgångar värderas med andra ord lägre än de ekonomiska värdena, vilket kan ses som ett exempel på att försiktighetsprincipen tillämpas. Om inventarierna skulle skrivas av på fem år skulle 2005 års avskrivning blivit $36750 \text{ Tkr}/5\text{år} = 7350 \text{ Tkr/år}$, vilket är $7350 \text{ Tkr} - 2590 \text{ Tkr} = 4760 \text{ Tkr}$ mer än vad som är angivet. Vi väljer därför att justera ner inventarierna med detta belopp.

Vid utgången av 2005 hade Kungsleden temporära ej redovisade skillnader i fastigheter och inkomstskatter uppgående till -1472 Mkr respektive 1500 Mkr.¹⁰⁰ Vi korrigerar därför upp de upplupna skattefordringarna med 28 Mkr .

I den känslighetsanalys Kungsleden sammanställt framgår att en procents höjning av räntan påverkar resultatet med 180 Mkr. Eftersom räntan har gått upp med 0,5 % sedan årsskiftet¹⁰¹, väljer vi att sänka resultatet med 90 Mkr.

¹⁰⁰ Kungsledens årsredovisning 2005

¹⁰¹ www.riksbanken.se (2006-04-27)



EK före justeringar	6649Mkr
<i>Justeringar</i>	
Förvaltningsfastigheter	2595,6Mkr
Inventarier	-4,76Mkr
Upplupna Skattefordringar	28Mkr
Årets Resultat	-90Mkr
EK efter justeringar	9177,84Mkr

Fig. 10.

Dividerar vi nu det egna kapitalet med antalet utgivna aktier får vi följande värde på aktien:

$$\frac{9177,88Mkr}{41282128aktier} = 222,32kr / aktie$$

6.3. Jämförelse av modeller

Först visas en sammanställning av vilka värderingar de olika modellerna har gett oss på kungsledenaktien, sorterade efter aktievärde. Därefter görs en jämförelse av modeller i en liten annorlunda ordning än de tidigare presenterats, detta enbart för att förenkla framställningen. I framställningen försöker vi resonera kring hur väl de olika modellerna går att appliceras på Kungsleden.

Modell	Aktievärde, kr
Framtida residualvinster	180,62
Framtida kassaflöden	193,50
Substansvärdering	222,32
Uthållig vinst	254,31
P/S-talsjämförelse	268,60
Framtida utdelningar	313,80
P/E-talsjämförelse	388,15
Medelvärde	260,19
Verkligt värde¹⁰²	260,00

Fig. 11.

Avkastningsvärderingsmodellerna gav olika värden på vad en kungsledenaktie borde vara värd idag. Lägst värde gav modellen som baserades på framtida residualvinster. Svårigheten här var att bestämma vad som skulle vara det långsiktiga avkastningskravet på det egna kapitalet. Eftersom vinsterna, liksom utdelningarna i modellen ovan, varit så extremt höga de senaste åren fann vi det svårt att basera framtidsuppskattningarna på historiska data. Vi valde därför att använda oss av det avkastningskrav på det egna kapitalet som Kungsleden själva

¹⁰² slutkurs 2006-05-02



satt upp som mål och se all avkastning över detta krav som residualvinster. Vår tro är att residualvinster bara är möjligt att uppnå ett begränsat antal år i följd. Modellen vi använde oss av sträckte sig därför bara ett par år framåt i tiden. Anledningen till detta är att aktieägarnas avkastningskrav på det egna kapitalet successivt borde höjas i takt med övervinsterna, vilket i sin tur gör det än svårare för företaget att generera sådana vinster. Om vi hade trott på att residualvinster skulle vara möjligt att generera över en längre period än den vi använt oss av hade aktievärdet blivit högre.

Högst värde av diskonteringsmodellerna gav modellen som baseras på framtida utdelningar. Uppskattningen av den långsiktiga ökningstakten på utdelningarna visade sig här ha en avgörande betydelse för värderingen. Vi finner det inte troligt att den historiska ökningen av utdelningarna i ett evighetsperspektiv skulle kunna hålla i sig varför vi valde att sätta ett betydligt lägre värde på utdelningsökningstakten. Även avkastningskravet på det egna kapitalet var svårt att sätta eftersom det teoretiska värdet enligt CAPM skiljde sig så markant från den historiska avkastningen. Vi valde här det avkastningskrav som Kungsleden själva satt upp som mål eftersom detta mål ansågs vara mer rimligt att prestera på sikt. Liksom för residualvinstmodellen fick uppskattningen av det långsiktiga avkastningskravet på det egna kapitalet en avgörande inverkan på värderingen.

Den kassaflödesbaserade modellen känns i vårt fall pålitligare än modellerna baserade på framtida utdelningar och residualvinster. Detta baserar vi på att kassaflödena historiskt varit ganska jämna, samt att den vägda kapitalkostnaden enligt WACC är stabilare som diskonteringsfaktor. Eftersom Kungsleden har en hög belåningsgrad får förändringar i avkastningskravet på det egna kapitalet inte samma avgörande betydelse för värderingen som de andra modellerna ovan. Troligt är väl att räntan på sikt går upp från dagens låga nivåer. Troligt är även att avkastningskravet på det egna kapitalet på sikt sjunker. Inget företag kan ju som bekant i all evighet överskrida marknadsportföljens avkastning. Dessa två scenarier påverkar WACC åt motsatt håll, och det är därför svårt att avgöra om WACC kommer att stiga eller sjunka. Svängningarna i r_e kan ju som bekant vara stora från år till år. Förutsatt att företaget inte hamnar i akuta skuldproblem med ockerräntor till följd, vilket vi finner osannolikt, sker svängningarna i r_s inte lika drastiskt. Eftersom Kungsleden har en hög belåningsgrad kommer förändringarna på WACC därför inte att ske dramatiskt. Detta ökar givetvis trovärdigheten i värderingen med den kassaflödesbaserade modellen. Modellen ger oss också ett värde på aktien som ligger i mitten jämfört med de andra diskonteringsmodellerna.

Avkastningsvärderingsmodellen baserad på en uthållig vinst gav oss visserligen ett aktievärde mitt i värderingsspannet jämfört mot övriga värderingsmodeller, men svagheten med modellen är att den baseras på jämna historiska resultat. I vårt fall har resultaten inte alls varit jämna, Kungsleden har uppvisat kraftigt stigande resultat. Validiteten med modellen torde därför vara låg, eftersom de matematiska grundantagandena som modellen baseras på kraftigt frångåtts.

Den modell som gav oss den högsta värderingen på kungsledenaktien var jämförande värdering med P/E-talet. Anledningen till den höga värderingen var de mycket goda vinsterna som Kungsleden de senaste åren presterat. Det senaste årets resultat är



exceptionellt, varför vi valde ett genomsnitt av de senaste fem årens resultat i jämförelsen. Det senaste årets resultat fick även stor inverkan på medelvärdet av de senaste årens resultat, vilket förklarar den höga värdering som modellen gav oss på aktien. Vår åsikt är att 2005 års resultat var något av ett rekordår, och att vinsterna kommer att bli lägre i framtiden. Detta avspeglas inte alls med denna modell som enbart baseras på historiska siffror. Modellens validitet bör därför ifrågasättas. Noterbart är att P/E-talet inte verkar ha påverkats av den låga soliditeten som Kungsleden har i jämförelsen mot andra liknande företag. En låg soliditet borde indikera högre risk och därmed en riskpremie i form av ett högre pris per vinstkrona för aktien. Detta skulle kunna antyda att aktien, trots den höga värdering som P/E-modellen gett oss, ändå är för lågt värderad. Hur rimligt detta är låter vi vara osagt.

P/S-talet gav oss en värdering av Kungsleden som ligger nära det verkliga värdet på börsen. En förklaring till detta kan vara att talet låg nära det genomsnitt som kännetecknar branschen. Vi ställer oss dock frågande till hur relevant det är att jämföra Kungsleden mot ett medelvärde av konkurrenternas P/S-tal eftersom dessa värden uppvisar stora variationer. Liksom för P/E-talet ovan verkar det heller inte som att soliditetsrisken har påverkat Kungsledens P/S-tal. Andra företag har betydligt högre multiplar trots lägre soliditet.

Av kuriosa har vi även räknat ut vad en ”medelaktie” av konkurrenternas aktier skulle vara värd och på så sätt ge oss en indikator på hur kungsledenaktien är värderad i förhållande till branschen. Medelvärdet för konkurrenternas P/E-tal var 18,02. I snitt hade dessa företag en vinst på 11,87 kr/aktie. Medelaktiens värde blev $18,02 * 11,87 = 215,70$ kr/aktie. Kungsledenaktien är i dagsläget värderad till 260,00 kr/aktie. Denna jämförelse skulle kunna antyda att Kungsleden är värderad över branschens genomsnitt. En sådan jämförelse tar dock inte fasta på företagspecifika faktorer varför vi väljer att inte fördjupa oss i detta.

I värdering med substansvärderingsmodellen utgick vi från bokförda värden på tillgångarna och justerade sedan dessa värden till marknadsvärden. När Kungsleden bytte redovisningssystem till IFRS innebar detta bland annat att förvaltningsfastigheterna årligen skulle värderas till verkligt värde. Erfarenheterna visade dock att det bokförda värdet ändå hade varit en underskattning av det marknadsmässiga värdet. För att göra en substansvärdering var vi därför tvungna att justera upp det bokförda värdet till vad vi ansåg vara ett troligt marknadsvärde. Det redovisade värdet på inventarierna visade sig vara lägre än det ekonomiska värdet vilket föranledde en nedjustering. Det framkom även att skillnader i fastigheter och inkomstskatter ej hade redovisats. Eftersom räntan sedan årsredovisningens publicerande gått upp valde vi att justera ned resultatet i proportion med den känslighetsanalys Kungsleden presenterat i årsredovisningen. Eftersom Kungsledens tillgångar huvudsakligen består av fastigheter får ändrade värden av dessa tillgångar stort genomslag på aktievärdet. Modellens pålitlighet finner vi dock vara god förutsatt att man känner till de rätta marknadsvärdena på tillgångar och skulder. Troligt är att en insatt analytiker skulle justera fler poster än de vi har valt att justera, men med lite resonering och med ett kritiskt öga i granskningen av årsredovisningen fick vi ändå fram ett värde på kungsledenaktien som ligger mitt i det värdespann som övriga modeller har gett oss.

Slutligen har vi räknat ut vad medelvärdet blir av samtliga värderingsmodeller. Vi fick då fram ett värde på kungsledenaktien på 260,19 kr/aktie. Detta värde är slående likt det värde



som aktien handlas till när detta skrivs, nämligen 260,00 kr/aktie. Om detta beror på slumpen, eller om aktiehandlarna faktiskt tillämpar de värderingsmodeller vi tagit upp, låter vi vara osagt.

6.4. Sammanfattning

I detta kapitel har vi värderat Kungsleden utifrån de modeller vi beskrev i kapitel 3.1. Beroende på hur företagets historik ser ut visade sig vissa modeller passa bättre än andra att använda. I Kungsledens fall ansåg vi den kassaflödesbaserade modellen vara den mest lämpade att använda av avkastningsvärderingsmodellerna. Denna åsikt baserade vi på att kassaflödena varit relativt jämna, samt att diskonteringsräntan i denna modell tog hänsyn till soliditeten och såväl aktieägarnas som långivarnas avkastningskrav, något som med tanke på Kungsledens låga soliditet borde vara intressant att beakta.

Substansvärderingsmodellen ansåg vi vara särskilt värdefull i vårt fall eftersom så stor del av tillgångarna bestod i fastigheter som enligt IFRS skall upptas till verkligt värde.

Värdet av att använda multiplar vid jämförelsen ifrågasatte vi eftersom modellerna enbart tittade på historiska siffror som jämfördes mot liknande företag. Modellerna avslöjade därmed ingenting om företagets framtid, ej heller tog de i beaktande att företagen är olika finansierade.

Då vi jämförde de olika modellerna med varandra fann vi att medelvärdet av samtliga värderingar stämde väl överens med det värde som aktien handlades på börsen. Detta borde styrka att det finns ett värde av att använda flera modeller då man gör en företagsvärdering. Sammantaget har vi dock haft svårt att utifrån modellerna uttala oss huruvida Kungsleden är övervärderat. Det man kan förutsätta är dock att marknaden har höga förväntningar på aktien och framtida utdelningar då aktien följt en expansionsartad utveckling de senaste åren.



7. Slutsats och reflektioner

Efter att ha studerat Kungsleden kan man urskilja flertalet orsaker som kan ha bidragit till den positiva utveckling som Kungsleden haft. Om man börjar med hur Kungsleden startade, ser man en viktig faktor som medförde en slags prövning för företaget. Kungsleden var ett företag som uppkom under speciella omständigheter, under en bank- och fastighetskris. Kungsleden fick till uppgift att avveckla och sälja det bestånd som efterlämnats som pant efter Gotabank, men även det bestånd som Castellum inte ville ha efter uppköpet från Securum.

Förutsättningarna som Kungsleden fick vid utgångsläget var paradoxalt nog bland de sämsta tänkbara då tanken från begynnelsen var att Kungsleden och arbetsuppgifterna som tilldelades var kortsiktiga. De som arbetade för Kungsleden fick klara mål på vad som skulle göras samt uppnås. För att klara av arbetsuppgifterna var det dock viktigt att de anställda var självständiga i sin arbetsgång då de bestånd Kungsleden handskades med var stora och tidsåtgången var tvungen till att bli så knapp som möjligt för att på ett effektivt sätt avveckla och sälja de ansevärd volymerna. Även den initiala arbetsgången tycks vara en motsägelsefull förutsättning för att Kungsleden lyckades. De anställda hade arbeten där sluttidpunkten redan var uppgjord från början. Efter avvecklingen var allt arbete utfört. Trots detta skötte de anställda sina uppgifter väl och man kan tyda ett starkt engagemang från deras sida. Då uppdraget med avvecklingen var slutfört tog en annan utveckling vid. Det är svårt att säga vart någonstans i organisationen som utvecklingen initierades, bland de anställda eller i ledningen, men det låg i hela organisationens intresse att företagets mål och strategi förändrades. Från förädling och avveckling skulle Kungsleden istället satsa på fastighetsförvaltning samt fastighetstransaktioner.

Det vi kunde konstatera utifrån årsredovisningarna var att man inom Kungsleden hållit en väldigt generös utdelningspolitik. Utifrån de intervjuer vi gjorde med flertalet personer på några av Sveriges största banker, blev vi även förvissade om att man på markanden hade höga förväntningar på kungsledenaktien och dess avkastning. Sett till värdet på aktien framgick det även att man ansåg att det var utmanande. Med det framtida ränteläget som förväntas komma blir det svårt för Kungsleden och hela fastighetsbranschen att expandera i den takt man hittills gjort. Även på så vis kan det bli svårt för Kungsleden att upprätthålla sin nuvarande utdelningspolitik.

Sett till en annan viktig aspekt till kungsledenaktiens värde är införandet av IAS 40. Tidigare möjliggjordes frigörande av värdeökningar då de inte skulle tas upp löpande. Efter införandet kunde Kungsleden dock inte fortsätta med detta. Följderna blir att det blir svårt för Kungsleden att generera de tidigare utdelningsbara medlen på annat sätt. Utifrån detta resonemang kan man därför tyda att kungsledenaktien tenderar att vara högt värderad.

För att ytterligare besvara frågan om kungsledenaktien är övervärderad prövade vi flera olika värderingsmodeller baserade på olika teoretiska ansatser. Beroende på Kungsledens historik ansåg vi vissa modeller mer lämpade än andra att använda. Något entydigt svar huruvida kungsledenaktien är övervärderad eller ej kom vi dock aldrig fram till, utan vi såg indikationer såväl mot övervärdering som undervärdering av aktien. Konstateras kunde dock



att kungsledenaktien då detta skrivs handlas till ett värde i det värderingsspann vi fick fram då vi sammanställde de olika modellernas värderingar.

Vi finner att Kungsleden haft en intressant historisk utveckling. Den generösa utdelningspolitiken samt aktiens expansiva uppgång kommer troligtvis fortsätta locka aktiespekulanter. Sett ur ett mer långsiktigt perspektiv tror vi dock inte att Kungsledens historiska utveckling är hållbar såvida inte vissa förutsättningar uppfylls. En fortsatt kursuppgång samt bibehållen utdelningspolitik förutsätter att ränteläget fortsätter vara lågt. Den låga soliditet Kungsleden har haft har möjliggjorts just genom det låga ränteläget. Ytterligare förutsättningar som måste uppfyllas är att Kungsleden fortsätter med fastighetsförvärv, för att öka fastighetsbeståndet och lönsamheten, samt att kassaflödet fortsätter att vara stabilt.



Källförteckning

Litteratur

- Löfgren, S. & Gometz, U. (1991), *Företagsvärdering*. Ernst & Young, Stockholm
- Hult, M. (1998), Värdering av företag. *Liber Ekonomi*, Malmö
- Copeland, T. & Weston, F. (1992), *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison-Wesley Publishing Company, Reading
- Waters, D. (2002), *Operations management*, Pearson Education Publishing Company, Edinburgh Gate, Harlow
- Nilsson H., Isaksson, A., Martikkainen, T. (2002), *Företagsvärdering med fundamental analys*, Studentlitteratur AB, Lund
- Brealey R., Myers, S., Marcus, A. (2001), *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York
- Johansson, S., Runsten, M. (2005), *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*, Studentlitteratur, Lund
- Lundström, S. (1997), *Ekonomisk analys av hyreskontrakt – fastigheter – fastighetsföretag*, KTH Högskoletryckeriet, Stockholm
- Penman, S. (2003), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill Education, Europe
- Bengtsson, M., Laurin, O. (2000), Bokförlaget BAS, Grafikerna Livréna i Kungälv AB, Göteborg
- Smith, D. (2006), *Redovisningens språk*, Studentlitteratur, Narayana Press, Danmark
- Thorell, P. (1999), *Företagens redovisning*, Justus förlag AB, Uppsala
- Holm, F., Jönsson, F. (2006), *TOTAL - från olja till energi*, Bokförlaget BAS, Grafikerna Livréna i Kungälv AB, Göteborg
- Polesie T. (1995), *Drift & Finans – aspekter på företagets ekonomi*, Liber-Hermods AB, Malmö
- Holme I., Solvang B. (1991), *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund
- Backman, J. (1998), *Rapporter och uppsatser*, Studentlitteratur, Lund
- Wiedersheim-Paul F., Eriksson, L. (1991), *Att utreda, forska och rapportera*, Liber-Hermods AB, Malmö
- Bengtsson, N, Polesie, T. (1998), *Från fastighetskris till Castellum: en studie av gestaltning och styrning*, SNS, Stockholm

Tidningsartiklar

- Aronsson, Cecilia (2005-11-23), *Sanningens minut för fastighetsbolagen*, Dagens industri

Websidor

- www.privataaffarer.se (2006-05-03)
- www.svt.se/svtext (2006-04-28)
- www.privataaffarer.se (2006-05-02)
- www.riksbanken.se (2006-04-27)



- www.okadhalsa.regeringen.se (2006-05-03)
- www.kungsleden.se (2006-05-03)
- www.fastpartner.se (2006-05-05)
- www.klovern.se (2006-05-05)
- www.wihlborgs.se (2006-05-05)
- www.wallenstam.se (2006-05-05)
- www.hufvudstaden.se (2006-05-05)
- www.castellum.se (2006-05-05)
- www.fabege.se (2006-05-05)

Andra Källor

- Kungsledens årsredovisningar 2001-2005
- Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002
- IAS 40



Bilaga 1 Intervju 1

Frågor till Gunnar Korpås

Respondenten

- Vad har du för bakgrund?
- Vad har du för anknytning till Kungsleden?

Kort historik

- Kan du redogöra för Kungsledens utveckling till idag?
- Vilka anser du var vändpunkterna i utvecklingen?

Kungsleden

- Vad har du för idéer och tankar kring Kungsledens:
Affärsidé
Mål
Visioner
Strategier
- Vilka faktorer uppfattar du har styrt framgångarna?
- Vilka anses vara de viktigaste konkurrenterna, varför?

Bilaga 2 Intervju 2-4

Frågor till bankintervjuerna

- Anser man (på bank x) att Kungsleden är övervärderat?
- Om så är fallet, vad grundar sig den värderingen på?
- Hur ser man generellt sett på fastighetsbranschen i framtiden och hur påverkas den av ränteläget?
- Hur anser man (på bank x) att de nya redovisningsreglerna med IAS 40 påverkar Kungsleden och utdelningspolicyn?