



HÖGSKOLAN  
I HALMSTAD

# KANDIDATUPPSATS

Bygg- och fastighetsekonomprogrammet, 180hp



## Fastighetsvärdering enligt kassaflödesmetoden

En studie om kassaflödesmetodens tillvägagångssätt samt styrkor och svagheter

Linda Sahlström och Caroline Larsson

Företagsekonomi, 15hp

Halmstad 2016-05-23

# Abstract

The property portfolio represents in total the greatest economic value in our society. Statistics show that the value of the existing property portfolio has increased since the mid -1990s. The majority of this value consists of commercial properties that are often valued using cash flow method. The method has received some criticism and is particularly timely since companies now are allowed to value their assets by using cash flow method to fair value in connection with the external accounting. Therefore, this method is interesting to study in connection with property valuation. The purpose of the study is to describe how real estate companies using the cash flow method as well as the strengths and weaknesses of the method in valuation of commercial properties. The study focuses on two main valuation situations. The first is the financial accounting as the assets in the form of real estate must be valued and the other is the investment evaluation in connection with real estate investment. The aim is also to understand and highlight the possible differences in the use of cash flow method in these two situations. The study was conducted through a qualitative research method in which four people working with property valuation has been interviewed. The cornerstones of the theoretical framework consists of scientific articles and books that focus on the study's main areas that are "cash flow method for investment evaluation", "cash flow method at external accounting" and "cash flow method's strengths and weaknesses." The results of the study indicate that the cash flow method associated with property valuation is used in the traditional way as described in several articles and books. The big difference in how the method is used in connection with investment analysis and financial accounting are how the discount rate is determined. For external accounting the discount rate is based on the market yield and in the investment context the discount rate is based on the company's internal rate of return. The main strength of the cash flow method has been proved that it is very flexible since all the variables are separated. The main weakness of this method is that it is based on many uncertain assumptions about the future, which means that the user needs to have good market knowledge and experience to make realistic assumptions.

# Sammanfattning

Fastighetsbeståndet representerar sammanlagt det största ekonomiska värdet i vårt samhälle. Statistik visar att värdet på befintligt fastighetsbestånd har ökat sedan mitten på 1990-talet. Majoriteten av detta värde består av kommersiella fastigheter som ofta värderas med hjälp av kassaflödesmetoden. Metoden har fått en del kritik och är särskilt aktuell sedan företag numera får värdera sina tillgångar med hjälp av kassaflödesmetoden till verkligt värde i samband med externredovisning. Därför är denna metod intressant att studera i samband med fastighetsvärdering. Syftet med studien är att beskriva hur fastighetsbolag använder kassaflödesmetoden samt de styrkor och svagheter som finns med metoden vid värdering av kommersiella fastigheter. Studien fokuserar på två huvudsakliga värderingssituationer. Den första är vid externredovisning då tillgångarna i form av fastigheter skall värderas och den andra är vid investeringsbedömning i samband med fastighetsköp. Syftet är också att förstå och belysa de eventuella skillnader som finns i användandet av kassaflödesmetoden vid dessa två situationer. Studien har genomförts genom en kvalitativ undersökningsmetod där fyra personer som arbetar med fastighetsvärdering har intervjuats. Hörnstenarna i den teoretiska referensramen utgörs av vetenskapliga artiklar och böcker som fokuserar på studiens huvudområden som är ”kassaflödesmetoden vid investeringsbedömning”, ”kassaflödesmetoden vid externredovisning” och ”kassaflödesmetodens styrkor och svagheter”. Resultatet av studien pekar på att kassaflödesmetoden i samband med fastighetsvärdering används på det traditionella sätt som beskrivs i flertalet artiklar och böcker. Den stora skillnaden i hur metoden används i samband med investeringsbedömning respektive externredovisning är hur kalkylräntan fastställs. Vid externredovisning baseras kalkylräntan på marknadsyielden och vid investeringssammanhang baseras kalkylräntan på företagets interna avkastningskrav. Den främsta styrkan med kassaflödesmetoden har visat sig vara att den är väldigt flexibel då alla variabler separeras. Den största svagheten med metoden är att den baseras på många osäkra antaganden om framtiden och därför bör användaren ha god marknadskännedom och erfarenhet för att kunna göra realistiska antaganden.

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1. Bakgrund.....</b>	<b>1</b>
<b>1.2. Problemdiskussion .....</b>	<b>2</b>
<b>1.3. Problemformulering .....</b>	<b>3</b>
<b>1.4. Syfte.....</b>	<b>3</b>
<b>2. Teoretisk referensram.....</b>	<b>4</b>
<b>2.1. Fastighetsvärdering .....</b>	<b>4</b>
2.1.1. Definition av fastighet, marknadsvärde och avkastningsvärde .....	5
2.1.2. Utbud och efterfrågan.....	6
<b>2.2. Värdering enligt kassaflödesmetoden.....</b>	<b>7</b>
2.2.1. Kassaflödesmetodens användning vid externredovisning.....	8
2.2.2. Kassaflödesmetodens användning vid investeringsbedömning .....	10
2.2.3. Värdepåverkande faktorer.....	11
2.2.4. Skillnader mellan lokaler och bostadsfastigheter.....	12
<b>2.3. Styrkor och svagheter med kassaflödesmetoden.....</b>	<b>13</b>
2.3.1. Åtgärder för att hantera svagheter.....	14
<b>2.4. Sammanfattning av teoretisk referensram.....</b>	<b>16</b>
<b>3. Metod .....</b>	<b>17</b>
<b>3.1. Val av ämne .....</b>	<b>17</b>
<b>3.2. Val av undersökningsmetod.....</b>	<b>17</b>
<b>3.3. Insamling av data .....</b>	<b>17</b>
3.3.1. Primärdata .....	17
3.3.2. Sekundärdata .....	18
3.3.3. Val av intervjupersoner.....	18
3.3.4. Genomförandet av intervjuerna .....	19
<b>3.4. Generaliserbarhet .....</b>	<b>20</b>
<b>3.5. Analysmetod .....</b>	<b>20</b>
<b>4. Empiri.....</b>	<b>21</b>
<b>4.1. Presentation av intervjupersoner .....</b>	<b>21</b>
<b>4.2. Kassaflödesmetoden vid externredovisning .....</b>	<b>21</b>
<b>4.3. Kassaflödesmetoden vid investeringsbedömning .....</b>	<b>23</b>
<b>4.4. Styrkor och svagheter .....</b>	<b>25</b>
<b>5. Analys .....</b>	<b>27</b>
<b>5.1. Kassaflödesmetodens användning vid externredovisning.....</b>	<b>27</b>
<b>5.2. Kassaflödesmetodens användning vid investeringsbedömning .....</b>	<b>28</b>
<b>5.3. Kassaflödesmetodens styrkor och svagheter .....</b>	<b>30</b>
<b>6. Diskussion och slutsatser .....</b>	<b>32</b>
<b>6.1. Implikationer.....</b>	<b>34</b>
<b>6.2. Egna reflektioner och förslag till fortsatt forskning.....</b>	<b>34</b>
<b>Referenslista .....</b>	<b>36</b>
Skrivet material.....	36
Internet.....	38
<b>Bilagor.....</b>	<b>39</b>
Intervjuguide .....	39

# 1. Inledning

## 1.1. Bakgrund

Fastighetsbeståndet representerar sammantaget det största ekonomiska värdet i vårt samhälle (Ekwall & Persson, 2015). Marknadsvärdet på det totala fastighetsbeståndet i Sverige uppskattades vid årsskiftet 2013/2014 till ca 12 000 miljarder kronor (Lind & Persson, 2015). Dessutom visar statistik från Statistiska centralbyrån som är gjord 2015-12-15, att värdet på fastigheter har haft en stigande kurva sedan mitten på 1990-talet. Det är värdet på det befintliga beståndet som har ökat eftersom värdet har ökat mer än proportionellt sett till antal enheter.

Mot bakgrund av dessa siffror kan konstateras att hur fastigheter värderas är ett ämne som blir alltmer aktuellt. Majoriteten av detta värde består av kommersiella fastigheter som är de fastigheter företag äger i syfte att producera förvaltningstjänster i form av uthyrning av lokaler och bostäder (Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet, 2008). En ökning av befintliga fastigheters värde leder också till en direkt ökning av fastighetsbolagens tillgångar då fastigheterna ofta utgör över 90 % av de totala tillgångarna i ett fastighetsbolag (Lorentzon, 2011). Värdering av dessa tillgångar har fått en större betydelse för företag då nya redovisningsregler sedan 2005 gör det möjligt för företag att värdera sina tillgångar i form av fastigheter till verkligt värde. Innebörden av detta är att företaget ska göra en bedömning av fastigheternas marknadsvärde (ibid). Ett uppskattat marknadsvärde är enligt Persson (2015), Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) samt French (2006) det pris som sannolikt skulle erhållas vid en försäljning på den öppna marknaden, utan partsrelationer och utan tvång. Beräkning av fastighetens värde är även aktuellt vid investeringsbedömning i samband med fastighetsköp. Genom att beräkna vad fastigheten är värd för det enskilda företaget kan en bedömning göras om det är lönsamt att köpa fastigheten eller inte.

Marknadsvärdebedömning handlar alltså om att uppskatta det pris som sannolikt skulle erhållas vid en försäljning. Det finns ett antal olika metoder för att uppskatta marknadsvärdet. De tre vanligaste metoderna är ortsprismetoder, produktionskostnadsmetoden och diskonteringsmetoder. Vid ortsprismetoder görs en värdebedömning med hjälp av betalda priser för likartade fastigheter. Marknadsvärdet kan till exempel relateras till fastighetens area, driftnetto eller taxeringsvärde. Driftnettot utgörs av överskottet som återstår efter att utbetalningar för drift och underhåll dragits från bruttoinbetalningarna (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015).

Produktionskostnadsmetodens grundidé är ett marknadsvärde utifrån nedlagda kostnader plus markkostnader. Den vanligaste diskonteringsmetoden är kassaflödesmetoden och den innebär att framtida förväntade driftnetton nuvärdesberäknas med hjälp av en kalkylränta. Framtida förväntade kassaflöden ska alltså förutses och beräknas hem till vad de är värda idag. Denna summa adderas sedan med ett evighetskapitaliserat nuvärde av ett s.k. restvärde. Då beräknas vad ett årligt driftnetto efter kalkylperioden varje år i en evighet är värt idag. Den slutliga summan utgör fastighetens marknadsvärde (Persson, 2015).

Denna metod möjliggör stora variationer i marknadsvärdet till följd av att driftnettot ändras. Ett fastighetsbolag kan alltså uppskatta sina förväntade hyresintäkter högre eller driftkostnader lägre och på så sätt själva påverka det uppskattade marknadsvärdet. Denna metod är därför intressant även ur samhällsynpunkt eftersom metoden till viss del kan ge

självuppfyllande resultat vid externredovisning. En förändring av värdet av ett företags tillgångar påverkar resultatet och då även företagets skatteutbetalningar.

Nästan alla värdebedömningar av kommersiella fastigheter sker med utgångspunkt i kassaflödesmetoden (Lorentzon, 2011; Nordlund & Lundström, 2011; Persson, 2015). En effekt av att använda kassaflödesmetoden vid värdering är att tillgångarnas värde kan variera i takt med förändringar i driftnettot, vilket kan leda till ekonomiska konsekvenser och effekter för fastighetsbolagen. Samtidigt är kassaflödesmetoden enligt Nordlund och Lundström (2011), Persson (2015) och Lorentzon (2011) den vanligaste metoden vid värdering av kommersiella fastigheter och måste därför vara en lämplig metod att använda sig av. Det är därför intressant att studera hur företag använder denna värderingsmetod i praktiken samt studera vilka styrkor och svagheter metoden har.

## 1.2. Problemdiskussion

French och Gabrielli (2005) anser att värdering är en process som handlar om att uppskatta ett pris på någonting. Även Brealey, Myers och Allen (2010) påpekar att värdet endast utgör ett uppskattat marknadsvärde som kan förändras och att det slutgiltiga marknadsvärdet inte är fastställt förrän vid försäljning. Ett sätt att göra denna bedömning är att använda sig av ett nuvärdesberäknat kassaflöde. Dock kommer värderingen att påverkas av osäkerheter såsom osäkerheter i nutida och framtida marknadsförhållanden. En viktig sak att belysa i detta sammanhang är att dessa osäkerheter är särskilt aktuella i fastighetsbranschen. Fastigheterna förväntas generera ett driftöverskott under en lång tid framöver och fastigheten anses därför inte ha en begränsad ekonomisk livslängd. Eftersom värderingen baseras på händelser väldigt långt fram i tiden skapas därför en stor osäkerhet. I sin artikel diskuterar French och Gabrielli (2005) om hur bland annat en känslighetsanalys kan underlätta hantering av osäkerheter med kassaflödesmetoden.

Kassaflödesmetoden är idag den dominerande metoden för fastighetsvärdering enligt Nordlund och Lundström (2011), Persson (2015) och Lorentzon (2011). Genom att använda sig av kassaflödesmetoden där beräkningar baseras på framtida uppskattade in- och utbetalningar, skapas en bättre bild av verksamheten än med metoder som baseras på ortspris eller marknadsmässiga driftnetton, då kassaflödesmetoden speglar de faktiska in- och utbetalningarna som fastigheten har (Persson, 2015). Denna metod bör dock enligt Persson (2015) tas med försiktighet för att resultatet inte ska bli självuppfyllande.

Kassaflödesmetoden är också en vanlig värderingsmetod för att värdera investeringar i allmänhet. Principen för detta är identisk med den kassaflödesmetod som Persson (2015) skriver om vid värdering av fastigheter. Vid användning av kassaflödesmetoden nuvärdesberäknas framtida inbetalningar från investeringen med hjälp av en kalkylränta. Denna summa adderas sedan med nuvärdet av restvärdet av investeringen. Om det totala värdet är högre än investeringens pris är investeringen lönsam att genomföra (Andersson, 2013; Appraisal Institute, 2008; Betts & Ely, 2008; Brealey, Myers & Allen, 2010; Brotherson, Eades, Harris & Higgins, 2013; Byström, 2014).

Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) diskuterar kring kassaflödesmetodens styrkor och svagheter. Författarna anser att kassaflödesmetoden är en känd och ofta använd metod för att värdera tillgångar. Författarna beskriver att metodens styrka är att den är lätt att använda sig av, men det finns även svagheter med metoden. Författarna har bland annat kommit fram till

att det totala värdet är starkt beroende av det uppskattade restvärdet vid kalkylperiodens slut. Restvärdet representerar majoriteten av fastighetens värde och eftersom detta värde ligger långt fram i tiden är det svårt att idag fastställa den siffran, något som leder till osäkerheter. Metoden förutsätter alltså att framtiden är känd, vilket så inte är fallet.

Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006), Nordlund och Lundström (2011), Persson (2015) och Lorentzon (2011) är överens om att kassaflödesmetoden är en ofta använd metod för att värdera tillgångar. Eftersom metoden används i så stor utsträckning finns det rimligtvis styrkor med den. Tidigare studier från Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) och French och Gabrielli (2005) visar även att det finns svagheter med metoden och att den därför bör användas med försiktighet. Fastigheter utgör stora värden som baseras på förväntade kassaflöden långt fram i tiden och som därför är osäkra. Att dessa kassaflöden kan justeras och enligt Persson (2015) bli självuppfyllande leder till att fastighetsvärdering enligt denna metod är extra intresseväckande. Därför är det intressant att studera hur företag använder sig av denna metod samt vilka styrkor och svagheter fastighetsbolag upplever med att använda sig av metoden vid fastighetsvärdering.

### **1.3. Problemformulering**

Hur använder fastighetsbolag kassaflödesmetoden vid värdering av kommersiella fastigheter i samband med externredovisning respektive investeringsbedömning samt vilka styrkor och svagheter har metoden?

### **1.4. Syfte**

Syftet med studien är att beskriva hur fastighetsbolag använder kassaflödesmetoden samt de styrkor och svagheter dessa företag upplever med metoden vid värdering av kommersiella fastigheter. Studien fokuserar på två huvudsakliga värderingssituationer. Den första är vid externredovisning då tillgångarna i form av fastigheter skall värderas och den andra är vid investeringsbedömning i samband med fastighetsköp. Syftet är också att förstå och belysa de eventuella skillnader som finns i användandet av kassaflödesmetoden vid dessa två situationer.

## 2. Teoretisk referensram

### 2.1. Fastighetsvärdering

Det huvudsakliga syftet med fastighetsvärdering är att uppskatta en fastighets värde inför t.ex. köp och externredovisning. Fastigheter hör till den kategori varor som kostar mycket pengar och där transaktioner sker väldigt sällan, det kan alltså gå många år innan en fastighet byter ägare. Dessutom är fastighetsmarknaden till stor del en andrahandsmarknad med begagnade varor och därför kan det vara svårt att bedöma priset på en fastighet till skillnad från dagligvaror. För att kunna bedöma priset på en fastighet används därför olika metoder och ibland tas även hjälp av en auktoriserad fastighetsvärderare (Persson, 2015). Även vid investeringsbedömning, t.ex. i samband med fastighetsköp, finns ett antal metoder för att bedöma om investeringen är lönsam för företaget (Andersson, 2013; Brealey et al., 2010).

Mallinson och French (2000) har i sin studie kommit fram till att fastighetsvärdering är en process som innebär att hantera olika sannolikheter om framtiden där värderaren har till uppgift att producera det mest troliga svaret. I detta svar som ofta presenteras som en enda siffra, med ofullständig förklaring om hur siffran framtagits, ligger ofta osäkerhet och små missförstånd. För många intressenter är det av stor vikt att dessa uppgifter om osäkerhet förmedlas från värderaren. Även Kummerow (1997) har kommit fram till att värderingsprocessen är mottaglig för fel och brister oavsett vilken metod som används eftersom marknadsvärdering handlar om att förutsäga ett pris på något som ännu inte har sålts.

Inom fastighetsvärdering finns några begrepp som är viktiga att förstå. Tre centrala begrepp är driftnetto, yield (direktavkastning) och kalkylränta. Med driftnetto menas det överskott som kvarstår efter att alla kostnader dragits bort från hyresintäkterna. Det är kostnader såsom el, vatten, värme, fastighetsskötsel, reparationer och underhåll. De kostnader som ska inkluderas är endast de kostnader som behövs för att generera hyresintäkterna (Nordlund, 2015). Direktavkastning eller yield som den ofta kallas i praktiken, är driftnettot dividerat med betalt pris för liknande fastigheter (Betts & Ely, 2008; Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015).

Kalkylräntans uppgift är att göra betalningar som utfaller vid olika tidpunkter jämförbara med varandra. Kalkylräntan uttrycker det avkastningskrav som ställs på fastigheten (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Pyhrr, Cooper, Wofford, Kapplin & Lapides, 1989). Om syftet är att ta reda på marknadsvärdet ska kalkylräntan vara marknadsmässig. Om syftet istället är att uppskatta ett individuellt avkastningsvärde, t.ex. vid fastighetsköp, är det företagets avkastningskrav som skall anges som kalkylränta (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008). Den marknadsmässiga kalkylräntan som används för att uppskatta ett marknadsvärde bestäms utifrån en riskfri realränta + en kompensation för inflationsförväntningar samt en riskfaktor som varierar med bland annat fastighetens läge och karaktär. Den riskfria realräntan har långsiktigt ansetts ligga på ca 3 % och utgångspunkten är den nominella räntan på andrahandsmarknaden för statsobligationer med den löptid som motsvarar kalkylperiodens längd (Persson, 2015). Däremot hävdar Betts och Ely (2008) att det mest trovärdiga sättet att bedöma den marknadsmässiga kalkylräntan är att dividera driftnettot med försäljningspriset på liknande fastigheter, alltså att använda sig av yelden.



Vid investeringsbedömning däremot beräknas kalkylräntan med utgångspunkt i WACC som är företagets viktade genomsnittliga kapitalkostnad. Detta ska sedan justeras med en riskfaktor för den specifika investeringen (Brealey et al., 2010; Brotherson et al., 2013; Byström, 2014; Krüger, Landier & Thesmar, 2015).

Flera olika metoder kan användas för att värdera fastigheter. De vanligaste metoderna är ortsprismetoder, produktionskostnadsmetoden och diskonteringsmetoder. Ortssprismetoder baseras i huvudsak på marknadsanalyser där en jämförelse görs mellan betalda priser på liknande fastigheter. Priset kan bland annat relateras till fastighetens area. Det centrala i denna värderingsmetod är att facit finns på marknaden och inte i själva fastigheten (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015). Däremot hävdar Kummerow (1997) att denna metod kan ge felaktiga resultat ur ett långsiktigt perspektiv eftersom tidigare priser kan spegla tillfälliga fastighetsbubblor och fastighetskrascher.

Produktionskostnadsmetodens grundidé är ett marknadsvärde utifrån nedlagda kostnader plus markkostnader. Diskonteringsmetoder innebär att företagets framtida uppskattade nettoavkastningar nuvärdesberäknas över ett antal tidsperioder med en viss kalkylränta (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015).

Diskonteringsmetoder kan utgöras av kassaflödesmetoden som enligt Persson (2015), Lorentzon (2011) samt Nordlund och Lundström (2011) är den vanligaste metoden vid värdering av kommersiella fastigheter, eller av direktavkastningsmetoden. Direktavkastningsmetoden baseras på en evighetskapitalisering av ett normaliserat driftnetto år 1. Driftnettot ska utgöras av marknadsmässiga hyror och driftkostnader för fastigheten. Detta driftnetto ligger till grund för hela kalkylperioden och modellen innefattar därmed inget restvärde (Persson, 2015).

### **2.1.1. Definition av fastighet, marknadsvärde och avkastningsvärde**

För att kunna förstå innebörden av fastighetsvärdering är det viktigt att först belysa att en fastighet är fast egendom och omfattar mer än bara en byggnad. Enligt Munck (2015) definieras fast egendom som följande:

*Fast egendom är jord. Denna är indelad i fastigheter. En fastighet avgränsas antingen horisontellt eller både horisontellt och vertikalt. (Jordabalken kap 1 §1, s. 180)*

Det finns även tillbehör till en fastighet vilket enligt Munck (2015) beskrivs som “byggnader, ledningar, stängsel och andra anläggningar som har anbragts inom fastigheten för stadigvarande bruk” (JB kap 2 §1, s. 181). För att en byggnad ska räknas som fast egendom krävs det att det är samma ägare till marken som till byggnaden.

Det finns även olika typer av fastigheter beroende på fastighetens användningsområde. De fastigheter företag äger i syfte att producera förvaltningstjänster i form av uthyrning av lokaler och bostäder kallas enligt Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) för kommersiella fastigheter.

För att företagen ska lyckas hyra ut sina lokaler och bostäder krävs det att det skapas ett värde för hyresgästen. Värde är enligt Persson (2015) en funktion av framtida potentiella nyttor och skapas ur behov och behovstillfredsställelse. Eftersom det handlar om framtida nyttor finns

det alltid en osäkerhet då framtiden är ovis. Av den anledningen är all värdebedömning behäftad med osäkerhet och därför att det viktigt att poängtera att marknadsvärde är ett uppskattat värde vilket Persson (2015) poängterar i följande definition:

*Marknadsvärde är det pris som sannolikt skulle betalas/erhållas om fastigheten bjöds ut på en fri och öppen marknad med tillräcklig marknadsföringstid, utan partsrelationer och utan tvång.* (Persson, 2015, s. 307)

Denna definition stämmer även överens med Lantmäteriverket och Mäklarsamfundets (2008) samt French's (2006) definition av marknadsvärde. Som definitionen visar finns det en relation mellan begreppen marknadsvärde och pris, dock är dessa begrepp inte identiska. Med marknadsvärde avses det sannolika priset vid en försäljning och är en prognos för en tänkt händelse i framtiden. Ett pris däremot är resultatet av en händelse som inträffat där en rad olika förhållanden spelat in (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Fastighetens värde för det individuella företaget kallas avkastningsvärde och baseras på företagets individuella förutsättningar och preferenser (Betts & Ely, 2008; Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015). Vid beräkning av avkastningsvärdet används företagets kalkylränta som speglar det interna avkastningskravet i företaget (Brealey et al., 2010; Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008). Olika individuella avkastningsvärden som företagen har möts i konkurrens på marknaden och ligger till grund för de prisbud som avges för till exempel en fastighet (Persson, 2015).

### **2.1.2. Utbud och efterfrågan**

En marknad är en mötesplats för köpare och säljare för utbyte av varor och/eller tjänster. Det ekonomiska syftet med marknader är att köpare och säljare tillsammans ska bestämma ett marknadspris där utbud och efterfrågan är lika stor (Lind & Persson, 2015; Lundmark, 2010).

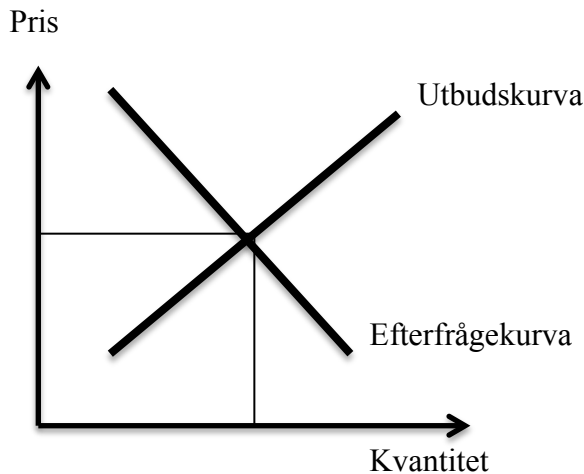
Den efterfrågade kvantiteten är den kvantitet av en vara eller tjänst som efterfrågas och som vill konsumeras under en given tidperiod. Den största faktorn som påverkar den efterfrågade kvantiteten är priset, men det finns även andra faktorer som påverkar som till exempel inkomst och förmögenhet, smak och preferenser, förväntningar om framtida priser osv.

Utbudet är hela utbudskurvan vid olika prisnivåer och den utbudna kvantiteten är den kvantitet av en vara eller en tjänst som producenterna vill sälja givet en prisnivå. Där efterfrågad kvantitet och utbudna kvantitet möts skapas ett jämviktspris och en jämviktskvantitet (ibid).

Även om en fastighets marknadsvärde skulle kunna uppskattas väldigt högt beroende av dess tekniska skick, läge och kassaflöden finns det alltid en ekonomisk princip, den s.k. "Lagen om efterfrågan" som säger att ju högre pris desto lägre är den efterfrågade kvantiteten (Betts & Ely, 2008; Lind & Persson, 2015; Lundmark, 2010). En fastighets pris är alltså beroende av efterfrågan och en fastighet kan alltså inte värderas så högt att det inte längre finns någon efterfrågan.

Prisbildningen på fastighetsmarknaden är likartad den allmänna marknads- och pristeorin enligt Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008). Det finns dock skillnader som är knutna till utbud och efterfrågan som karakteriserar prisbildningsprocessen för fastigheter. På kort sikt är utbudet på fastighetsmarknaden relativt konstant. Det tillskott som sker genom

nybyggnationer och avstyckning ger endast en liten marginell ökning i förhållande till det befintliga beståndet. Förändringar av efterfrågan på marknaden får av den anledningen direkt genomslag på prisbildningen. En ökad efterfrågan leder till ökade priser och vice versa (ibid).



*Egenkonstruerad figur som visar hur kvantitet och pris bestäms av utbud och efterfrågan enligt Lundmark (2010).*

## 2.2. Värdering enligt kassaflödesmetoden

Grundtanken i kassaflödesmetoden är att betalningar som infaller vid olika tidpunkter är olika mycket värda. En krona idag är värd mer än en krona i morgon, detta beror bland annat på att pengar kan placeras och generera en avkastning och därmed växa till ett högre belopp i framtiden. Därför beräknas alla framtida betalningar om till vad de är värda idag vilket leder till att olika betalningsströmmar blir jämförbara. Kassaflödesmetoden baseras på en nuvärdesberäkning av framtida inbetalningar med hjälp av en kalkylränta under en viss kalkylperiod. Denna summa adderas sedan med ett nuvärdesberäknat restvärde (Andersson, 2013; Appraisal Institute, 2008; Betts & Ely, 2008; Brealey et al., 2010; Brotherson et al., 2013; Byström, 2014; Geltner, Miller, Clayton & Eichholtz, 2014; Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015; Pyhrr et al., 1989).

Metoden kan användas vid såväl marknadsvärde- som avkastningsvärdebedömningar (Betts & Ely, 2008; Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015). Två situationer där kassaflödesmetoden används är vid marknadsvärdebedömningar i samband med externredovisning samt vid investeringsbedömning i samband med fastighetsköp. Det finns vissa skillnader i hur metoden används vid dessa situationer och nedan förklaras hur metoden används vid respektive situation.

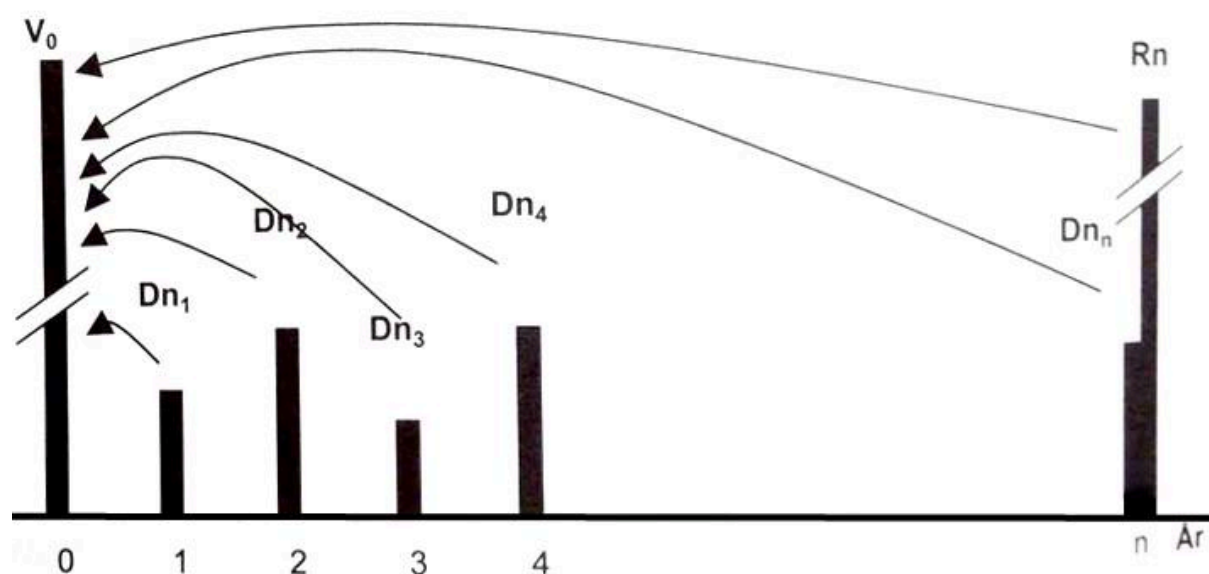
## 2.2.1. Kassaflödesmetodens användning vid externredovisning

Kassaflödesmetoden är enligt Nordlund och Lundström (2011), Persson (2015) och Lorentzon (2011) den vanligaste värderingsmetoden vid värdering av kommersiella fastigheter. Metoden har fått allt större vikt efter att redovisningsregler har ändrats. Efter beslut från EU ska börsnoterade företag från 2005 tillämpa gemensamma redovisningsregler. Syftet med beslutet är att jämförbarheten mellan företag ska förbättras samt att värdet av företag och deras tillgångar bättre ska speglas i redovisningen. En effekt av beslutet är att företag numera ges möjlighet att värdera sina fastigheter till verkligt värde, vilket innebär att företaget gör en bedömning av fastighetens marknadsvärde (Lorentzon, 2011). IAS 40 (International Accounting Standard) är en standard som anger hur förvaltningsfastigheter ska redovisas. Förvaltningsfastigheter är enligt IAS 40, punkt 5, fastigheter som innehas i syfte att generera hyresintäkter eller värdestegring eller en kombination av dessa. I IAS 40, punkt 30, ges olika alternativ för fastställande av värde då företaget antingen kan värdera till verkligt värde eller till anskaffningsvärde. I de fall verkligt värde inte kan fastställas på ett tillförlitligt sätt ska anskaffningsvärde användas för värdering (IAS 40 i FAR, 2007; Lorentzon, 2011).

I IAS 40, punkt 45 och 46, anges att det finns tre olika sätt för att fastställa verkligt värde. I första hand ska priser hämtas från en aktiv marknad, vilket utgör en grund för att det redovisade värdet är relevant. I andra hand ska priser hämtas från en aktiv marknad för liknande tillgångar. Dessa priser ska sedan anpassas till den specifika tillgången. Om inget av ovanstående alternativ är möjligt får värdering ske genom diskontering av framtida förväntade kassaflöden, med andra ord med hjälp av kassaflödesmetoden (IAS 40 i FAR, 2007). Eftersom fastigheter är unika och läge samt utförande har stor betydelse för marknadspriset är det svårt att basera värden på gjorda försäljningar. Av den anledningen är den sistnämnda metoden det vanligaste alternativet bland svenska företag (Lorentzon, 2011). Både Persson (2015), Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) och French (2006) belyser vikten av att komplettera kassaflödesmetoden med relevant marknadsinformation som är baserad på tidigare försäljningar.

För att få en förståelse för hur marknadsvärdet kan variera vid värdering enligt kassaflödesmetoden är det viktigt att förstå hur metoden är uppbyggd. Fastigheters marknadsvärde enligt kassaflödesmetoden baseras på en nuvärdesberäkning av prognostiserade årliga driftnetton, alltså hyresintäkter minus driftkostnader, under en bestämd kalkylperiod med en viss kalkylränta som speglar osäkerheten i framtida driftnetton. Här är alltså fastighetens in- och utbetalningar samt kalkylräntan de största värdepåverkande faktorerna (Haight & Singer, 2005; Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015; Saha & Malkiel, 2012). Kassaflödesmetoden är indelad i två delar och det krävs att en tidshorisont och ett restvärde är fastställt för att denna metod ska kunna användas. Den första delen är tidshorisonten, även kallad kalkylperioden, som vanligtvis är mellan 5-10 år där de prognostiserade årliga driftnettona nuvärdesberäknas med hjälp av en kalkylränta (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015). Diskontering av driftnettona skall ske med en marknadsmässig ränta där marknadens bedömning av osäkerheten av framtida inbetalningar speglas, d.v.s. vid en högre osäkerhet krävs en högre marknadsmässig ränta (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Lorentzon, 2011; Persson, 2015). Denna kalkylränta beräknas enligt Persson (2015) utifrån en riskfri realränta + en kompensation för inflationsförväntningar samt en riskfaktor som varierar med bland annat fastighetens läge och karaktär. Motsatsvis hävdar Betts och Ely (2008) att det korrekta sättet att fastställa den marknadsmässiga kalkylräntan är att använda sig av yielden.

I den andra delen görs en evighetskapitalisering av driftnettot första året efter tidshorisonten, alltså första året efter kalkylperiodens slut. Detta driftnetto evighetskapitaliseras med hjälp av den bedömda yielden vid kalkylperiodens slut och utgör därefter fastighetens restvärde (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015). Vid evighetskapitalisering beräknas vad ett årligt driftnetto efter kalkylperioden varje år i en evighet är värt idag. Enligt Persson (2015) samt Betts och Ely (2008) är yield relationen mellan driftnetto och pris för likartade fastigheter. Restvärdet nuvärdesberäknas sedan med hjälp av kalkylräntan och tillsammans med nuvärdet av driftnettona för kalkylperioden utgör detta fastighetens uppskattade marknadsvärde. Både Persson (2015) samt Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) anser att det är av stor betydelse att kassaflödesmetoden baseras på fastighetens faktiska driftnetto. Om driftnettot avviker från marknadsmässiga förhållanden, t.ex. om hyressättningen inte är marknadsmässig, ska en realistisk successiv marknadsanpassning göras när hyreskontrakten löper ut.



Figur som visar den principiella uppbyggnaden av kassaflödesmetoden.  
Bild från *Fastighetsekonomi och fastighetsrätt* (2015), sida 350.

I IAS 40, punkt 39, regleras att fastighetens verkliga värde är knutet till en viss tidpunkt och ska spegla marknadsvillkoren på balansdagen. Enligt IAS 40, punkt 35, ska konstaterade värdeförändringar föras över till resultaträkningen som en vinst eller förlust som därmed påverkar periodens resultat (IAS 40 i FAR, 2007). Då värdering baseras på uppskattningar om framtiden påverkas värdet av subjektiva bedömningar. Även små förändringar av dessa uppskattningar får stor påverkan på det redovisade värdet, då fastigheter utgör en stor andel av de totala tillgångarna i fastighetsbolag. Eftersom värderingen direkt påverkar resultatet hävdar Lorentzon (2011) att det i pressade situationer kan vara lockande för företag att utnyttja de möjligheter som finns för att förändra resultatet. Även Persson (2015) lyfter fram denna problematik angående att resultatet lätt kan bli självuppfyllande vid värdering enligt kassaflödesmetoden och därför bör tas med försiktighet.

Lorentzon (2011) har i sin studie baserad på svenska fastighetsbolag kommit fram till att värdering inte görs utifrån ett marknadsperspektiv utan istället från de enskilda företagens

perspektiv då företagen t.ex. inte använder en marknadsmässig kalkylränta utan en kalkylränta som speglar företagens egna kapital och skulder. Lorentzon (2011) menar därför att värdet inte uppfyller definitionen av verkligt värde enligt punkt 5 i IAS 40 utan att det istället handlar om ett individuellt avkastningsvärde.

### **2.2.2. Kassaflödesmetodens användning vid investeringsbedömning**

Ett annat stort användningsområde för kassaflödesmetoden är att utgöra ett underlag vid investeringsbedömning. Enligt Andersson (2013) är investeringar beslut vars konsekvenser sträcker sig över lång tid. För företag är en investering något som beräknas generera positiva kassaflöden i framtiden t.ex. en produktionsmaskin. För fastighetsbolag är den viktigaste investeringen fastigheter som förväntas generera positiva driftnetton för en lång tid framöver. Det finns dock en stor skillnad mellan dessa typer av investeringar. En produktionsmaskin har en ekonomisk livslängd och när denna livslängd passerat är maskinens värde i stort sett förbrukat och restvärdet lågt eller inget alls. Vid fastigheter däremot beräknas restvärdet enligt Persson (2015) och Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) genom en evighetskapitalisering av ett årligt driftnetto. Utgångspunkten är alltså att fastigheten kommer att generera ett positivt kassaflöde i all evighet. En viktig sak att betona i detta sammanhang är att vi idag inte vet vad som händer i framtiden och kan därför inte med säkerhet veta vilka kassaflöden vi har då. För att bedöma om investeringen är lönsam krävs därför noggranna beräkningar och bedömningar med hjälp av investeringskalkyler.

Investeringskalkylens uppgift är att utreda om en viss investering uppfyller företagets minimikrav på lönsamhet. Att en investering beräknas vara lönsam är ett nödvändigt, men inte alltid tillräckligt villkor för att företaget ska genomföra investeringen. Vid stora investeringar som spelar en viktig roll för företagets framtid, behöver kalkylerna ofta kompletteras med olika slag av kvalitativa bedömningar. Ofta görs även olika känslighetsanalyser i förhållande till tänkbara utfall. Grundmodellerna för investeringskalkylering är pålitliga vid situationer där man tror sig veta alla utfall med stor säkerhet. När så inte är fallet måste kalkylerna kompletteras med annan information (Yard, 2001).

Enligt Appraisal Institute (2008) kan en diskonterad kassaflödesanalys användas för att besluta om en investering är lönsam eller inte. Även Brealey, Myers och Allen (2010) beskriver ett antal huvudsakliga kalkylmetoder för investeringsbedömning. Den metod som de anser ger den mest korrekta bilden av investeringens lönsamhet är nuvärdemetoden. Även Brotherson, Eades, Harris och Higgins (2013) har i sin studie, baserat på 19 djupgående intervjuer med företag i Nordamerika, konstaterat att kassaflödesmetoden är den dominanta kalkylmetoden vid investeringsbedömning.

Vid kassaflödesmetoden görs en nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden för investeringen (Betts & Ely, 2008; Brealey et al., 2010; Byström, 2014; Geltner et al., 2014). Vid denna beräkning används företagets kalkylränta som speglar avkastningskravet i företaget. Kalkylräntan kan baseras på WACC (weighted-average cost of capital) som är företagets vägda genomsnittliga kapitalkostnad, denna ska sedan justeras med en riskfaktor för den specifika investeringen (Brealey et al., 2010; Brotherson et al., 2013). Ju osäkrare och riskablare framtida kassaflöden är, desto högre riskfaktor och kalkylränta ska användas vid beräkning av dessa kassaflödens nuvärde (Byström, 2014; Geltner et al., 2014). Om de framtida kassaflödena är värda mer än grundinvesteringen, d.v.s. priset på investeringen, är

det en lönsam investering (Andersson, 2013; Appraisal Institute, 2008; Betts & Ely, 2008; Brealey et al., 2010; Brotherson et al., 2013; Byström, 2014). Dock hävdar Krüger, Landier och Thesmar (2015) att många företag inte justerar avkastningskravet med riskfaktorn för den specifika investeringen. Detta leder till att värdet av riskfyllda projekt överskattas medan värdet för säkrare projekt underskattas.

Vid investeringsbedömning av fastigheter bör det poängteras att det är skillnad mellan marknadsvärde och individuellt avkastningsvärde. Enligt Persson (2015), Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) och French (2006) är marknadsvärde det pris som sannolikt skulle erhållas vid försäljning. Avkastningsvärdet är däremot baserat på företagets individuella förutsättningar och preferenser. Olika individuella avkastningsvärden som företagen har möts i konkurrens på marknaden och ligger till grund för de prisbud som avges (Persson, 2015). Här är det viktigt att poängtera att vid individuellt avkastningsvärde används företagets individuella kalkylränta och inte en marknadsmässig ränta. Detta för att se vilket värde fastigheten har för det enskilda företaget och därmed ligga till grund för bedömning av hur mycket företaget kan betala för fastigheten. Det betalda priset ligger sedan till grund för marknadsvärdebedömningar av liknande fastigheter. Därför har dessa begrepp ett samband, men det är viktigt att skilja dem eftersom de används i olika sammanhang (ibid).

### **2.2.3. Värdepåverkande faktorer**

Eftersom kassaflödesmetoden baseras på värdet av framtida förväntade driftnetton är det viktigt att belysa de olika faktorer som påverkar driftnettots storlek samt andra faktorer som kan påverka metodens resultat.

Enligt Saha och Malkiel (2012) samt Haight och Singer (2005) är kalkylräntan en nyckelvariabel som i allra högsta grad påverkar resultatet av en kassaflödesanalys. Vidare skriver Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) att vid värdering av kommersiella fastigheter med hjälp av kassaflödesmetoden är driftnettot en stor värdepåverkande faktor. Driftnettot baseras bland annat på fastighetens hyresintäkter och det är därför viktigt att studera dessa noggrant (Persson, 2015). Nordlund (2015) hävdar att långa kontrakt med skötsamma hyresgäster som har god betalningsförmåga brukar förknippas med lägre risk än korta hyresavtal. Dock måste faktorer som balans mellan utbud och efterfrågan på marknaden, vakansnivå, läge samt avtalad hyresnivå även beaktas. Skillnad mellan kontrakterad och marknadsmässig hyra kan innebära intäktspotentialer men även risker för sänkta hyror då kontrakten löper ut.

Persson (2015) belyser att små differenser på driftnettot får stora effekter på marknadsvärdet. En förutsättning för att kassaflödesmetoden ska ge ett tillförlitligt resultat är därför att ett årligt driftnetto och en uppskattad utveckling för fastigheten fastställs realistiskt, varken pessimistiskt eller optimistiskt. För detta krävs goda kunskaper inom både det specifika objektet samt samhällsutvecklingen (Geltner et al., 2014). Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) påpekar också att tidigare hyresutveckling, utbuds- och efterfrågeförhållanden och samhällsanknutna ekonomiska förhållanden såsom effekter av hyresregleringar ska beaktas för att kunna uppskatta en förväntad framtida hyresnivå. Genom att multiplicera denna hyresnivå med den förväntade uthyrningsgraden kan framtida hyresintäkter uppskattas.

Vad gäller bedömning av driftkostnader för en fastighet ska en bedömning göras avseende fastighetens ålder och skick, d.v.s. vart i livscykeln fastigheten befinner sig. Det finns en

koppling mellan löptider i hyreskontrakt och underhåll då nya lokalhyresgäster ofta är i behov av mer eller mindre omfattande anpassningar, så kallade hyresgäst Anpassningar (Nordlund, 2015).

#### **2.2.4. Skillnader mellan lokaler och bostadsfastigheter**

Hyresintäkterna är en betydande del för fastighetens marknadsvärde (Baroni, Barthélémy & Mokrane, 2006; Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008; Persson, 2015). Det är därför relevant att känna till vilka faktorer som påverkar hyressättningen samt de skillnader som finns vad gäller bostäder och lokaler. Enligt Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) räknas både bostadsfastigheter och lokalfastigheter som kommersiella fastigheter eftersom de innehåller i syfte att generera positiva driftnetton.

Den viktigaste hyrespåverkande faktorn för kommersiella fastigheter är läget. Detta kan konstateras genom att jämföra hyresnivåerna för en lokal inom landet, inom en ort eller till och med inom en stadsdel. Med läget avses inte enbart det geografiska läget som en fastighet har, utan även områdesanknutna faktorer. Ett attraktivt läge för en butik kännetecknas ofta av att den ligger i närhet till andra butiker som attraherar konsumenter och utgör en marknadsplats för handel. Läges- och områdesanknutna faktorer för bostadsfastigheter karakteriseras bland annat av närhet till kommunikationer, skolor, sjukhus samt service. Även områdets markförhållanden och karaktär har betydelse (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008). Även Haight och Singer (2005) belyser att det finns olika läges- och områdesanknutna faktorer som är av betydelse för olika fastighetstyper. Därför finns det inte några generella ”bra” eller ”dåliga” områden, utan det beror på fastighetens verksamhet och ändamål. Ett bra läge för en bostadsfastighet behöver inte innebära ett bra läge för en fabrik.

Det finns en viktig juridisk skillnad gällande hyressättning av lokaler och bostäder. I Jordabalkens 12:e kap §55 (Munck, 2015) regleras att hyran för bostadslägenheter ska fastställas till ett skäligt belopp. Hyran är inte skälig om den är påtagligt högre än hyran för lägenheter som med hänsyn till bruksvärdet är likvärdiga. Vid bedömning av bruksvärdet tas hänsyn till bland annat lägenhetens storlek, standard samt läge och närhet till kommunikationer. Hyressättning av lokaler regleras i JB kap 12 §57a (Munck, 2015) där det beskrivs att krävd hyra inte ska anses skälig om den överstiger den hyra som lokalen kan antas betinga på öppna marknaden (marknadshyra). I vissa fall är hyressättningen för lokaler fri. Detta regleras i JB kap 12 §56 (Munck, 2015) och gäller när lokalhyresgästen inte har något indirekt besittningsskydd. Som lagen visar finns det tydliga skillnader avseende vilken hyra en hyresvärd kan kräva av sina hyresgäster, beroende på om hyresobjektet är en bostad eller en lokal.

Även om det är en friare hyressättning vid lokalhyra än vid bostadshyra är det inte möjligt för en hyresvärd att kräva vilken hyra som helst. En hyresgäst har rätt till skadestånd om den hyra som hyresvärden kräver för förlängning av avtalet inte är skälig, d.v.s. motsvarar marknadshyran för lokalen. Detta regleras i JB kap 12 §57 punkt 5, §57a samt §58b (Munck, 2015). Det är även viktigt att belysa att vid lokalhyra är parterna enligt JB kap 12 §3 bundna av den avtalade hyran under hela den avtalade hyresperioden, oavsett om hyran kan anses som marknadsmässig eller inte. Vid kontraktens slut kan därför hyran för lokaler ändras medan den är mer konstant vid bostadshyra eftersom det är bruksvärdet som reglerar denna enligt JB kap 12 §55 (ibid).



## 2.3. Styrkor och svagheter med kassaflödesmetoden

Redan 1992 förespråkade Persson (1992) att kassaflödesmetoden är grundad på för många osäkra antaganden om framtiden för att ge ett tillförlitligt resultat. En kommersiell fastighet betraktas ofta som ett investeringsobjekt som ska ge en avkastning på insatt kapital. Kravet på avkastning står i relation till den risk som köparen tar på sig, större risk kräver högre avkastning. En risk med att köpa kommersiella fastigheter är att ombyggnad av affärslokaler kan bli kostsamt om fastigheten byter hyresgäst. Det är också viktigt att beakta risken för att fastigheten kommer att drabbas av vakanser i framtiden. Dessa risker bör vägas in i framtida kassaflöden, men eftersom riskerna baseras på framtida antaganden blir det svårt att fullt ut fånga upp dessa i modellen (ibid).

Även andra kritiker påpekar att genom att använda diskonterade kassaflödesanalyser, vilka baseras på prognoser om marknaden som ännu inte har skett och därför inte är fastställt med säkerhet, kan värdet påverkas då endast små förändringar i prognoserna kan påverka resultatet avsevärt. Kritiker motsätter sig också denna metod då prognoser om förväntade kassaflöden om 5-10 år är osäkra och att man därför inte ska förlita sig på diskonterade kassaflödesanalyser (Appraisal Institute, 2008). Motsatsvis visar Verginis och Taylor's (2004) studie att hela 71 % anser att kassaflödesmetoden är den lämpligaste metoden för att värdera hotell, vilket är en typ av kommersiell fastighet. Studien baseras på 117 personer, majoriteten av dessa från Storbritannien och övriga Europa. Personerna i studien representerar de tre nyckelintressenterna i värderingsprocessen; chefer, värderingsmän samt långgivare.

Kritiken avseende den ovisa framtiden som kassaflödesmetoden baseras på stöds även av Sing, Ho och Tay (2002) som hävdar att vid kassaflödesberäkningar är resultatets tillförlitlighet och trovärdighet strikt beroende av förutsägelsen av nyckelvariabler. I fastighetsmarknaden, som är en mycket rörlig marknad med begränsad historisk data, är det extremt svårt att förutsäga framtida kassaflöden med tillräcklig säkerhet genom att förlita sig på tidigare händelser och observationer. Eftersom kassaflödesmetoden bygger på att tidigare kassaflöden kan användas för att förutsäga framtida driftnetton, hävdar de att metoden är väldigt mottaglig för fel.

Däremot anser Persson (2015) att vid användande av uppskattade in- och utbetalningarna för den specifika fastigheten, skapas det en bättre bild av verksamheten än med metoder som baseras på ortspris eller marknadsmässiga driftnetton, då kassaflödesmetoden speglar de faktiska in- och utbetalningarna som fastigheten har. Eftersom driftnettot ofta kan spegla skicket på den aktuella fastigheten, t.ex. genom låga uppvärmningskostnader till följd av god isolering, ska det enligt Persson (2015) få ett genomslag i kalkylen.

Kassaflödesmetoden har även visat sig ha andra fördelar. French och Gabrielli (2005) samt French (2006) har konstaterat att en fördel med att använda sig av kassaflödesmetoden är att den fördelar de olika ingående variablerna som metoden baseras på, d.v.s. att driftnettots ingående variabler separeras, vilket gör det möjligt för värderaren att analysera och ifrågasätta säkerheten för var och en av dessa variabler. På så sätt kan värderaren med hjälp av marknadsvillkor och sin erfarenhet skapa en mer rättvis bedömning.

Ytterligare en styrka med kassaflödesmetoden är enligt Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) att den är välkänd och lätt att använda sig av. Däremot menar Lorenzon (2011) att denna enkelhet lätt kan bli ett hot som vilseleder användarna att tro att metoden inte kräver

några större kunskaper. Den stora svårigheten ligger istället i att uppskatta storleken på de ingående variablerna. Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) ser även begränsningar med kassaflödesmetoden eftersom metoden baseras på vissa antaganden, något som kan ses som en svaghet. För det första antas framtiden vara känd utan osäkerhet, vilket betyder att värdet av de olika kassaflödena antas kunna bestämmas under hela kalkylperioden. För det andra finns ett cirkulärt problem eftersom den genomsnittliga kapitalkostnaden som används för att diskontera kassaflöden och fastställa ett avkastningsvärde på tillgången, själv är beroende av vad marknadsvärdet är då ett högre marknadsvärde kräver ett högre lån och därav en högre kalkylränta. På så sätt finns det ett samband mellan dessa variabler. En tredje svaghet är att diskonteringsräntan antas vara konstant över hela kalkylperioden. Ytterligare en svaghet är att marknadsvärdet är starkt beroende av det uppskattade restvärdet vid kalkylperiodens slut. Desto kortare kalkylperioden är, desto starkare påverkar restvärdet det totala marknadsvärdet. En risk kopplad till kassaflödesmetoden är enligt Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) osäkerheten gällande den mängd kostnader och intäkter som fastigheten kommer att generera.

### **2.3.1. Åtgärder för att hantera svagheter**

Eftersom kassaflödesmetoden enligt Persson (1992), Appraisal Institute (2008), Sing, Ho & Tay (2002), Persson (2015), Lorentzon (2011) och Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) har visat sig ha en del svagheter är det intressant att studera hur dessa svagheter på bästa sätt kan hanteras. Mallinson och French (2000) belyser i sin studie att all fastighetsvärdering kännetecknas av osäkerhet. Därför har de föreslagit en metod där osäkerheten mäts och registreras. En större öppenhet och erkännande om denna osäkerhet från värderarens sida kommer att öka trovärdigheten för värderaren och hans eller hennes arbete. I takt med ökad öppenhet kommer även användbarheten för värderingarna att öka.

Ju noggrannare framtida kassaflöden uppskattas, desto bättre blir värderingen. Detta belyser vikten av noggrannhet vid hantering av framtida förväntningar. French och Gabrielli (2005) föreslår därför att värderaren ska göra en känslighetsanalys där olika scenarios studeras för att kunna göra en sund och professionell värdering som i största möjliga mån motsvarar verkligheten eftersom olika risker och scenarios har beaktats.

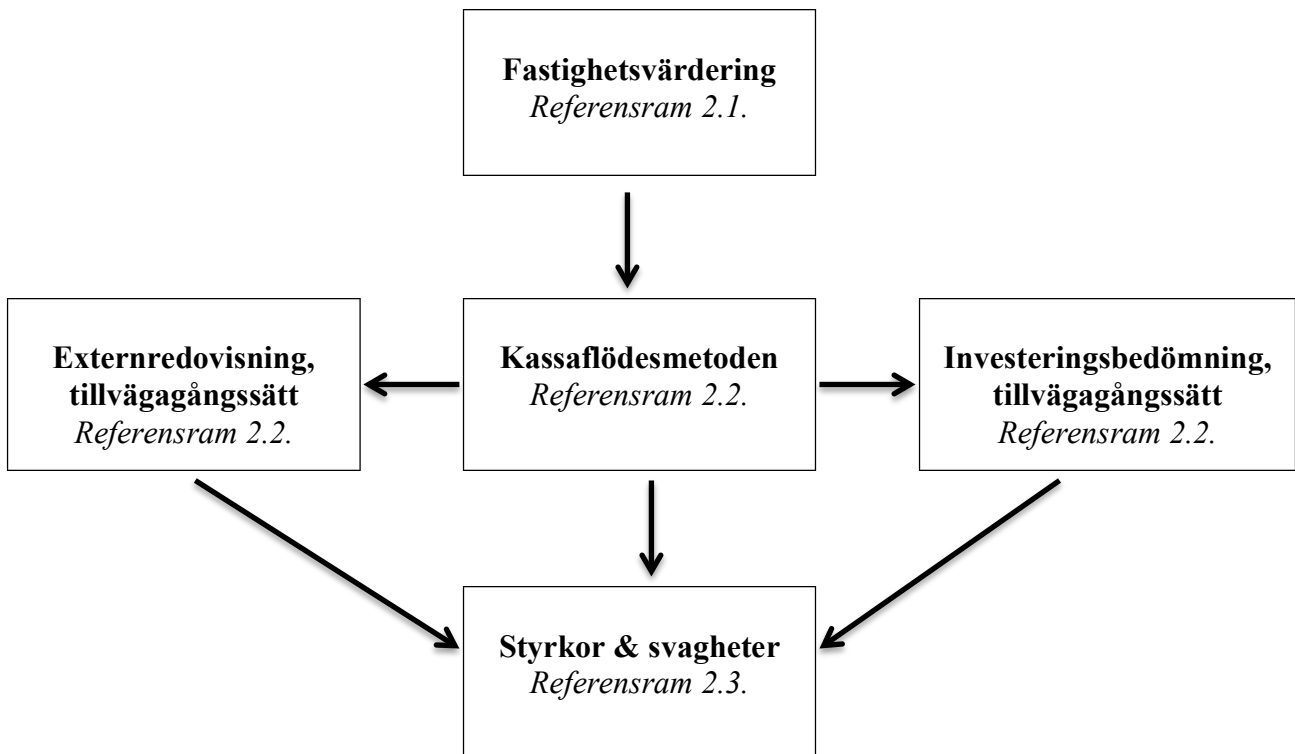
Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) beskriver i sin studie ett alternativt sätt till den klassiska kassaflödesmetoden. Metoden bygger, till skillnad mot kassaflödesmetoden, inte på i förhand bestämda värden, utan på uppskattningar med hjälp av Monte Carlo-simuleringsmetoder. Simuleringen utförs i ett datorprogram med hjälp av en slumpvariabel för att få en uppfattning om framtiden i det långa loppet. Denna modell kan inkludera erfarenheter och empirisk kunskap om t.ex. uthyrningsgrad. I studien har Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) kommit fram till att Monte Carlo-strategin kan vara mer effektiv vid värdering av komplexa kassagenererande tillgångar, som exempelvis fastigheter. Monte Carlo-simulerade kassaflöden ger mer robusta värderingar och är mindre känsliga för antaganden om kassaflödets tillväxttakt. En förutsättning för detta är dock tillräcklig statistisk kunskap.

I sin studie kommer Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) även fram till att värdering med hjälp av den klassiska kassaflödesmetoden påverkas starkt av restvärdesberäkningar, som bestäms med hjälp av ett evighetskapitaliserat kassaflöde. Författarna föreslår istället Monte Carlo-strategin där värdet flyttas framåt i tiden med hjälp av en ekvation för fastighetsprisdynamik.

Även Sing, Ho och Tay (2002) tycker det är viktigt att inkludera kunskap och erfarenhet från experter för att kunna göra en trovärdig värdering. Därför föreslår författarna en modell som inkluderar experters erfarenhet och kunskap om marknaden som ska komplettera den klassiska kassaflödesmodellen. Modellen går ut på att osäkerheten i varje utfall fångas upp och analyseras eftersom experter tillåts göra subjektiva bedömningar istället för att endast sätta in osäkra nyckelvariabler i en "stel" formel. Genom att kombinera denna metod med den klassiska kassaflödesmetoden menar författarna att det blir lättare att hantera osäkerheten på marknaden.

För att få en så sanningsenlig värdering som möjligt, hävdar Persson (2015) att flera metoder skall kombineras vid fastighetsvärdering. Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) anser att det är vanligt att kombinera ortsprismetoden och nuvärdesmetoden vid värdering av kommersiella fastigheter.

## 2.4. Sammanfattning av teoretisk referensram



Modellen illustrerar en sammanfattning av den teoretiska referensramen. Den teoretiska referensramen kan indelas i tre huvudområden som representerar studiens forskningsfråga. De tre huvudområdena är "kassaflödesmetoden vid investeringsbedömning", "kassaflödesmetoden vid externredovisning" samt "kassaflödesmetodens styrkor och svagheter".

Referensram 2.1 behandlar begreppet fastighetsvärdering som helhet för att få en översikt om vad fastighetsvärdering innebär, vilka definitioner som är centrala och hur marknadens utbud och efterfrågan påverkar marknadsvärdet m.m.

Referensram 2.2 fokuserar på fastighetsvärdering enligt kassaflödesmetoden. Under denna rubrik förklaras metodens tillvägagångssätt, värdepåverkande faktorer samt de skillnader som finns mellan lokaler och bostäder som är av betydelse för kalkylens resultat. Denna referensram behandlar även två olika situationer med olika syften då kassaflödesmetoden ofta används, externredovisning samt investeringsbedömning.

Referensram 2.3 fokuserar på de styrkor och svagheter som finns med kassaflödesmetoden, både vid redovisningssyfte och vid investeringsbedömning. Här diskuteras även åtgärder för att hantera osäkerheter med metoden.

## **3. Metod**

### **3.1. Val av ämne**

Ämnesval i denna kandidatuppsats har grundats med utgångspunkt i fördjupningsområdet kalkylering och värdering av fastigheter. I tidigare studier under utbildningen har vi kommit i kontakt med kassaflödesmetoden vid olika värderingssammanhang. Denna metod har fångat vårt intresse eftersom den ges stor vikt vid många marknadsvärdebedömningar av kommersiella fastigheter. Detta trots att det har riktats en hel del kritik mot metoden och osäkerheten kring den. Det har även framförts kritik avseende att användarna av metoden, till viss del själva av olika anledningar kan styra resultatet av värderingen, genom att t.ex. göra förändringar i driftnettot. Vi ville därför studera denna metod närmre och ta reda på vilka styrkor och svagheter det finns för företag att använda sig av denna metod. Ett intresse har även väckts gällande hur denna metod ska tillämpas för att ge så pålitliga marknadsvärdebedömningar som möjligt. Tillräckliga förkunskaper samt ett genuint intresse för fastighetsvärdering gjorde att vårt val av ämne föll sig naturligt.

### **3.2. Val av undersökningsmetod**

Målet med vår studie är att ge en djupare förståelse för vårt problemområde för att kunna beskriva de styrkor och svagheter som finns med kassaflödesmetoden. Val av undersökningsmetod beror på val av frågeställning. Eftersom vi har valt en beskrivande frågeställning som syftar till att gå in på djupet på ämnet, har vi valt att använda oss av en kvalitativ undersökningsmetod eftersom det är den metod som Jacobsen (2002) beskriver som lämpligast vid denna typ av frågeställning. För att kunna gå på djupet inom ämnet har vi valt att koncentrera oss på ett färre antal enheter. Vid en kvalitativ undersökning är uppgiftslämnaren inte styrd att svara enligt svarsalternativ, utan en öppen intervju genomförs. Detta möjliggör djupare, öppnare samt mer detaljerade svar i undersökningen.

### **3.3. Insamling av data**

Undersökningen har omfattat insamling av såväl primär- som sekundärdata, vilket presenteras nedan.

#### **3.3.1. Primärdata**

Primärdata har samlats in genom personliga intervjuer samt en telefonintervju. Vid val av företag har vi medvetet valt företag av olika storlek och med olika ägarstrukturer. Vi har även försökt få en spridning på företagets inriktning i form av fastighetsinriktning och verksamhetsområden. Anledningen till att vi strävat efter denna variation är att vi inte vill begränsa undersökningen till en viss typ av fastighetsbolag. Variationen skapar möjlighet för analys av eventuella skillnader mellan olika typer av fastighetsbolag. För att kunna ta del av hur externa värderare uppskattar marknadsvärdet har vi intervjuat en auktoriserad fastighetsvärderare som arbetar med att ge opartiska värdeutlåtanden. Detta skapar en möjlighet att få ta del av ett perspektiv som är opartiskt.

### 3.3.2. Sekundärdata

Sekundärdata har i huvudsak samlats in genom vetenskapliga artiklar och böcker från Högskolan i Halmstads databaser samt Högskolebiblioteket. Vetenskapliga artiklar har sökts via sökmotorn ”Summon” där vi använt oss av sökorden ”Real estate”, ”Property values”, ”Valuation methods”, ”DCF”, ”Discounted cash flow”, ”Asset valuation”, ”Market value”, ”Valuation” och ”Discount rate”. Den databas där vi har hittat de flesta relevanta artiklar är i databasen ”Emerald”. I artiklarna publiceras tidigare forskning inom ämnet där viktiga slutsatser har skapats som hjälpt oss i vårt arbete. Artiklarna har kompletterats med böcker och kurslitteratur inom företagsekonomi, fastighetsvärdering samt nationalekonomi. För att kunna fånga in flera delar av ämnet har vi därför varierat vår teoretiska referensram då vi upplevt att böcker mer ingående beskriver bland annat kassaflödesmetodens tillvägagångssätt. Böckerna är i huvudsak skrivna av personer med erfarenhet av branschen och ämnet. Böckerna har även berört de delar av ämnet vi anser är relevant för att besvara vår problemformulering, såsom tillvägagångssätt samt styrkor och svagheter.

Eftersom vårt uppsatsämne till viss del berör lagar och regelverk har vi använt oss av Sveriges Rikes Lag samt regelverket IAS 40 som berör förvaltningsfastigheter. Även dessa böcker har samlats in från Högskolebiblioteket i Halmstad. Uppsatsens sekundärdata finns samlat under den teoretiska referensramen. Denna har strukturerats upp utefter tre huvudområden som behandlar uppsatsens problemformulering. Dessa områden är ”kassaflödesmetoden vid investeringsbedömning”, ”kassaflödesmetoden vid externredovisning” och ”kassaflödesmetodens styrkor och svagheter”. För att göra det tydligt för läsaren följer även empiri, analys och slutsats denna struktur.

### 3.3.3. Val av intervjupersoner

Vi har medvetet valt företag med olika verksamhetsområden och inriktningar. Först valde vi Klöverna då det är ett av Sveriges största börsnoterade fastighetsbolag med inriktning på kommersiella fastigheter i andra former än bostadsfastigheter. För att hitta en lämplig intervjuperson sökte vi på Klöverns hemsida under fliken ”anställda” för att hitta den person som arbetar med värdering. Därigenom hittade vi Susanne Hörnfeldt som är värderingsansvarig för hela Klöverns fastighetsbestånd och därför valde vi att kontakta henne. Susanne ville gärna ställa upp på en intervju men eftersom hon i huvudsak arbetar i Nyköping genomfördes den intervjun via telefon. Vi är medvetna om de nackdelar Jacobsen (2002) anser med denna metod gällande att en telefonintervju medför att det blir svårare att tala om känsliga ämnen och det blir svårare att skapa en förtroendefull stämning samt att det kan vara lättare för intervjupersonen att ljuga i en telefonintervju än vid besöksintervju. Däremot är telefonintervju enkelt när intervjupersonen befinner sig på stort geografiskt avstånd. Metoden har även en annan fördel då den så kallade ”intervjuareffekten” kan minskas, som innebär att de som intervjuar lätt kan påverka intervjuobjektet med sin fysiska närvaro (Jacobsen, 2002). Trots de brister telefonintervjuer har valde vi ändå att genomföra intervjun med Susanne eftersom vi ansåg att hon hade stor kunskap inom området då hon enbart arbetar med fastighetsvärdering. Intervjun varade i ca 45 min och vi upplevde att Susanne var rak och ärlig, vilket gjorde att vi bedömde att det fanns hög tillförlitlighet i hennes svar.

För att skapa en spridning bland företagen valde vi att kontakta Stena Fastigheter då det också är ett stort fastighetsbolag men som inte är börsnoterat utan privatägt. Dessutom är deras huvudsakliga inriktning bostäder. För att hitta en lämplig person ringde vi till Stenas

huvudkontor i Göteborg och förklarade vårt ärende. Därefter blev vi kopplade till Staffan Dahlén som arbetar som transaktionsansvarig för hela Stenas fastighetsbestånd. Han gick med på att ställa upp på en personlig intervju. Intervjun genomfördes på hans kontor i Göteborg och den varade i ca 1 timma. Vi uppfattade Dahlén som en lugn person som kändes bekväm under intervjun. Vi märkte inte av att han besvärades av någon fråga och vi tror därför hans svar är ärliga och trovärdiga.

För att komplettera Klöver och Stena Fastigheter med ett mindre lokalt företag valde vi att kontakta Fem Hjärtan Fastigheter i Halmstad. Det är ett privatägt företag med både bostäder och övriga kommersiella fastigheter. Eftersom det är ett mindre företag finns det ingen anställd som enbart arbetar med fastighetsvärdering. Det är därför VD:n som ansvarar för dessa uppgifter och vi blev därför kopplade till Peter Jacobsson (VD) av telefonisten. Även Peter ville ställa upp på en personlig intervju på hans kontor. Denna intervju varade också ca 1 timma och Peter var väldigt social, öppen och lätt att föra en diskussion med. Vi har därför ingen anledning att tro att svaren inte skulle vara trovärdiga.

För att undersöka om det finns någon skillnad mellan hur fastighetsbolag arbetar med fastighetsvärdering samt hur en auktoriserad fastighetsvärderare arbetar valde vi att kontakta Forum Fastighetsekonomi AB som arbetar mycket med fastighetsvärdering åt bland annat banker, fastighetsbolag och försäkringsbolag. Via Forums hemsida fick vi information om medarbetarna och hur länge de varit anställda på företaget. Vi valde att kontakta Håkan Olsson eftersom han varit anställd längst och därmed rimligtvis har mest erfarenhet. Håkan Olsson har varit anställd sedan 1993 och vi kontaktade honom via telefon. Håkan var intresserad av att ställa upp på en personlig intervju och intervjun genomfördes på hans kontor i Göteborg. Intervjun varade i drygt 1 timma och vi uppfattade Håkan som en väldigt kunnig och noggrann person med lång erfarenhet. Håkan relaterade mycket av det han sa till verkliga exempel, något som gör att vi bedömer att trovärdigheten av det han sa var väldigt hög. I samband med att vi kontaktade samtliga intervjupersoner och bestämde träff för en intervju presenterade vi uppsatsens syfte och problemformulering för att säkerställa att de arbetar med kassaflödesmetoden vid fastighetsvärdering.

### **3.3.4. Genomförandet av intervjuerna**

Operationalisering som enligt Wærneryd (1993) innebär att gå från teori till empiri har skett med utgångspunkt i en intervjuguide som är baserad på studiens centrala områden. Intervjuguiden (se bilaga) har utformats med hjälp av modellen som sammanfattar den teoretiska referensramen. Frågorna har mestadels används som ett stöd i de fall dialogen inte självmant kom in på områden vi ville beröra.

Intervjuerna har mestadels genomförts som personliga intervjuer där vi besökt den intervjuade på dennes arbetsplats. En intervju har genomförts på telefon eftersom det geografiska avståndet till den intervjuades arbetsplats skapade hinder för en personlig intervju. Kassaflödesmetoden är en metod som är aktuell inom fastighetsbranschen och på grund av metodens känslighet vad gäller variationer i bland annat driftnettot, kan metoden innefatta känsliga ämnen. Enligt Jacobsen (2002) tycks personer ha lättare att prata om känsliga ämnen i personliga intervjuer än i telefon. Det är också lättare att skapa en öppen stämning vid denna typ av intervju.

Med samtycke från de intervjuade har vi valt att spela in samtliga personliga intervjuer. Anledningen till detta var att vi ville kunna fokusera på att föra en öppen dialog med den intervjuade, något som kräver god ögonkontakt med intervjupersonen. Detta försvåras genom att hela tiden behöva anteckna det som sägs. Att spela in en intervju minskar även risken för att minnas fel eller att missa att anteckna en viktig del. När intervjun spelas in sparas det intervjupersonen säger ordagrant och det är enkelt att gå tillbaka och lyssna igen. Även Jacobsen (2002) anser att en inspelad intervju möjliggör en intervju med naturlig samtalskontakt som flyter lättare.

### **3.4. Generaliserbarhet**

Generaliserbarhet är i vilken grad ett resultat kan generaliseras samt i vilken utsträckning det kan tillämpas även i andra sammanhang (Jacobsen, 2002). Eftersom vi har gjort en kvalitativ studie har vi genomfört färre antal intervjuer. Dessa intervjuer har dock varit långvariga och mer djupgående. Efter att vi genomfört fyra intervjuer, vilka alla var väldigt givande, kände vi att vi fått svar på det vi behövde för att analysera kring vår forskningsfråga. Dessutom upplevde vi att svaren vi fick till stor del var likvärdiga och fattade därför beslutet att inte genomföra fler intervjuer då vår uppfattning var att det inte skulle bidra med något ytterligare till uppsatsen. Trots att vi bedömer att de intervjuade är kunniga och trovärdiga inom ämnet är vi medvetna om att fyra intervjuer med olika företag inte möjliggör några generella slutsatser inom ämnet. Studiens resultat är därför endast baserat på de åsikter och tillvägagångssätt som framkommit vid våra intervjuer. Det relativt låga antalet intervjuer som genomförts i studien leder därför till en relativt låg generaliserbarhet.

### **3.5. Analysmetod**

Resultatet av våra intervjuer finns återgivet i studiens empiri. Vi har lyssnat av intervjuerna och antecknat det som vi bedömer är relevant för vår studie. Eftersom vi har majoriteten av intervjuerna inspelade har vi haft möjlighet att lyssna flera gånger på intervjuerna för att säkerställa att vi förmedlar vad intervjupersonerna sagt objektivt och inte färgar svaren. Empirin presenteras sedan under de tre huvudområden som finns presenterat under modellen som sammanfattar den teoretiska referensramen. Anledningen till att vi valde att presentera empirin på detta sätt och inte varje företag separat är för att vi ville ge läsaren en möjlighet att sätta sig in i de skillnader och likheter som finns mellan de olika företagen vid de olika situationerna. Det blir också lättare att hålla fokus på uppsatsens problemformulering. Vi tycker även att denna metod skapar ett bättre flöde i texten då flera av svaren var likvärdiga mellan företagen vilket hade lett till många upprepningar.

Vi har sedan jämfört vår empiriska data med vår teoretiska referensram för att kunna se skillnader och likheter. Först har vi fokuserat på vad som framkommit under våra intervjuer och sedan med hjälp av den teoretiska referensramen analyserat detta. Analysen har genomförts som en tväranalys där vi kartlagt hur flera personer uppfattar kassaflödesmetoden vid olika situationer samt dess styrkor och svagheter. Analysen presenteras under de tre centrala delar som berör studiens ämne. Anledningen till detta är för att vi dels vill underlätta för läsaren och även för att säkerställa att vi analyserar utifrån vad som skall besvaras enligt vår problemformulering. Detta säkerställer att vi håller oss till ämnet och analyserar relevant information för studien. Även Jacobsson (2002) anser att all data bör systematiseras för att göra analysen tydlig och för att lyckas förmedla det som framkommit under undersökningen.



## 4. Empiri

### 4.1. Presentation av intervjupersoner

En telefonintervju har genomförts 2016-03-22 med Susanne Hörnfeldt som är värderingsansvarig för hela Klöverns fastighetsbestånd. Susanne har en bakgrund som auktoriserad fastighetsvärderare på Newsec. Hon berättar att Klövern är ett av Sveriges största börsnoterade fastighetsbolag med fastigheter i Stockholm, Kalmar, Linköping, Norrköping, Nyköping, Karlskrona, Karlstad, Västerås, Falun, Härnösand, Sollefteå, Örebro, Göteborg, Malmö, Borås och Halmstad. De har främst kontor men även lokaler i form av butiker, industri och lager. Ytterst få bostadsfastigheter finns också i beståndet berättar Susanne.

Vi har även genomfört en personlig intervju 2016-03-22 med Håkan Olsson som arbetar som auktoriserad fastighetsvärderare på Forum Fastighetsekonomi AB i Göteborg. Olsson berättar att det är ett konsultbolag som erbjuder tjänster inom fastighetsekonomi där fokus ligger på fastighetsvärdering.

2016-03-24 genomfördes en personlig intervju med Staffan Dahlén som är transaktionsansvarig för Stena Fastigheter över hela Sverige. Staffan berättar att Stena Fastigheter ingår i Stena Sfären och är ett av Sveriges största privatägda fastighetsbolag. Förutom fastigheter ingår även oljeriggar och Stena Line-färjorna i Stena Sfären. Deras fastigheter fördelas på bostäder som utgör ca 70 % av beståndet samt lokaler i form av kontor och logistik som utgör 30 % av beståndet. De äger fastigheter i Göteborg, Malmö, Stockholm, Lund, Lomma samt Uppsala.

En personlig intervju med Peter Jacobsson som är VD på Fem Hjärtan Fastigheter har genomförts 2016-03-29. Peter berättar att det är en norskägd privat koncern som har sitt huvudkontor i Halmstad. Fastighetsbeståndet bestående av butik- och kontorslokaler samt bostäder är koncentrerat till södra Sverige.

### 4.2. Kassaflödesmetoden vid externredovisning

Trots att Dahlén (Stena), Hörnfeldt (Klövern) och Jacobsson (Fem Hjärtan) representerar både börsnoterade och icke börsnoterade bolag uppger alla att de redovisar sina tillgångar till verkligt värde, d.v.s. ett bedömt marknadsvärde i sina bokslut. Utgångspunkten vid denna värdering är att använda sig av kassaflödesmetoden eftersom det enligt respondenterna är en allmänt vedertagen metod i branschen.

Eftersom Klövern är börsnoterat och Stena har obligationer på obligationsmarknaden redovisar de fastigheternas verkliga värde fyra gånger per år. Verkligt värde är benämningen på marknadsvärde i samband med externredovisning. Dahlén uppger att 20-25 % av Stenas bestånd värderas externt en gång per år. På 4-5 års sikt är alltså hela beståndet värderat av en auktoriserad värderare. Hörnfeldt däremot uppger att hela Klöverns bestånd värderas av en auktoriserad fastighetsvärderare en gång per år. Både Hörnfeldt och Dahlén uppger att anledningen till att anlita en extern värderare är för att veta att värdet av fastigheterna ligger på en rimlig nivå. De tre andra kvartalen samt 75-80 % av beståndet värderar Hörnfeldt och Dahlén själva, men de har den auktoriserade värderingen som utgångspunkt. Jacobsson däremot värderar fastigheterna en gång per år och då gör han värderingen själv utan en extern

värderare. Anledningen till detta är att Fem Hjärtan inte är börsnoterade och därför inte har det kravet på sig. Olsson uppger att många av de fastighetsvärderingar han gör är i redovisningssyfte. Han uppger dock att det inte finns någon skillnad mellan hur metoden används när han värderar vid olika syften. Om Stena, Klöver och Fem Hjärtan värderar inför ett fastighetsköp används metoden på ett annat sätt, vilket förklaras längre ner i empirin.

Samtliga respondenter anser att kalkylräntan och driftnettot är de faktorer som har störst påverkan på fastighetens marknadsvärde. Den kalkylränta som används vid marknadsvärdebedömningar benämner Olsson (Forum) som yield. Yelden beräknas genom att dividera driftnettot med försäljningspriset för liknande fastigheter. Olsson samlar alltså in statistik på liknande fastigheter som sålts för att veta vad marknaden är villiga att betala för den här typen av fastighet. Om en liknande fastighet skulle ha ett driftnetto på 5 000 000 kr och fastigheten sålts för 100 000 000 kr blir alltså yelden (direktavkastningskravet) 5 %. Genom att titta på flera liknande affärer kan en rimlig yield för fastighetstypen tas fram. Olsson anser därför att kassaflödesmetoden är en blandning av ortsprismetoden och kassaflödesmetoden då mycket data tas från marknaden. Olsson poängterade noga att det är viktigt att ha marknadsvärde definitionen i åtanke vid värdering. D.v.s. att det ska finnas en köpare som är villig att betala detta pris, därför är det viktigt att inhämta information från marknaden. Både Hörnfeldt, Jacobsson och Dahlén använder samma metod för att beräkna kalkylräntan vid redovisningssyfte. De uppger att räntan ska vara marknadsmässig för att värdet ska spegla marknadsvärdet så mycket som möjligt.

Samtliga respondenter anger att yelden ska justeras om fastighetens risk avviker från det jämförda materialet. Ett exempel då en risk är högre kan enligt Hörnfeldt vara om fastigheten är av väldigt unik karaktär, t.ex. ett fängelse som har en väldigt unik planlösning. Om risken är högre justeras yelden uppåt och vice versa. Samtliga respondenter är alla överens om att det är lägre risk att inneha bostadsfastigheter och därför är yelden vanligtvis lägre på den typen av fastighet. Anledningen till det är bostadsbristen som ger säkra kassaflöden på en bostadsfastighet. Olsson och Hörnfeldt tar hänsyn till inflation på 2 % medan Jacobsson och Dahlén har justerat den neråt på grund av rådande marknadsförhållanden. Vid värdering inför redovisning utgår Hörnfeldt, Jacobsson och Olsson från det faktiska driftnettot. Om detta avviker från marknadsmässigt driftnetto kan en justering göras. Ett exempel på en sådan situation uppger de är om de har ett kontrakt med en hyresgäst som betalar en hög hyra och kontraktet löper ut om ungefär 3 år. Från och med det fjärde året lägger de in en marknadsmässig hyra för den lokalen.

Dahlén däremot baserar beräkningen på marknadsmässiga driftnetton. Vad gäller kalkylperioden finns det skillnader mellan de olika företagen. Olsson och Hörnfeldt använder sig normalt av en femårig kalkylperiod men de anger däremot att kalkylperioden kan förlängas om det finns längre kontrakt eller andra situationer som inträffar efter 5 år som de vill ska få genomslag i kalkylen. Dahlén däremot använder endast en ettårig kalkylperiod vid redovisning på de fastigheter han bedömer inte kommer förändras de närmsta åren. Detta innebär att han gör en evighetskapitalisering av ett marknadsmässigt driftnetto med hjälp av yelden och därmed finns det inget restvärde. Jacobsson har däremot ingen fast kalkylperiod, utan han anger att perioden varierar från fall till fall, t.ex. beroende av kontraktslängd.

Vid kalkylperiodens slut gör Jacobsson (Fem Hjärtan) en evighetskapitalisering med samma yield som han använder under kalkylperioden. Summan nuvärdesberäknas sedan med yelden och adderas med nuvärdet av kalkylperiodens kassaflöden. Olsson (Forum) och Hörnfeldt (Klöver) däremot justerar ofta yelden vid evighetskapitalisering eftersom den ofta har en

högre risk än kalkylperiodens år eftersom det ligger längre bort i tiden och därmed är osäkrare. Restvärdet utgör dessutom majoriteten av det totala marknadsvärdet och därför anser de att det är viktigt att detta värde är korrekt riskjusterat.

*”Det finns ett visst utrymme för justering av resultatet beroende på vilken indata man lägger in i kassaflödesmodellen.”*

Peter Jacobsson, VD, Fem Hjärtan Fastigheter.

Enligt Olsson sätts marknadsvärdet inom ett intervall när han genomför bedömningar. Hörnfeldt (Klövern) och Dahlén (Stena) anger också att de värderingar som görs av en extern värderare hamnar inom ett intervall på vanligtvis 10 % upp eller ner. Dahlén uppger att han tillämpar försiktighetsprincipen och lägger sig därför så lågt som möjligt. Han anser att det är bättre att lägga sig för lågt än för högt eftersom det leder till att deras värde inte sänks lika snabbt vid en marknadsnedgång. Dessutom är Stena Fastigheter inte börsnoterade och känner därför ingen press att redovisa höga värden. När Jacobsson värderar använder han inte ett intervall utan anger ett värde. Däremot upplever han att det finns en frihet med metoden där man kan lägga sig högt eller lågt och att det finns ett visst utrymme att utnyttja till en skattemässig fördel beroende på vilka indata som läggs in i kalkylen. Däremot strävar han alltid att sätta värdet så marknadsmässigt och realistiskt som möjligt. Även Hörnfeldt är medveten om de skattefördelar denna metod ger utrymme för. Däremot uppger hon att de också lägger sig i mitten av intervallet för att det ska bli så realistiskt som möjligt.

*”Det är ytterst viktigt att ha definitionen av marknadsvärde i åtanke vid marknadsvärdebedömningar!”*

Håkan Olsson, auktoriserad fastighetsvärderare, Forum Fastighetsekonomi AB.

För att värdebedömningen ska vara så realistisk som möjligt belyser både Hörnfeldt och Olsson vikten av att ha definitionen av marknadsvärde i åtanke vid värdering för att kunna tänka utifrån en trolig köparens perspektiv. Marknadsvärdebedömningar handlar om att uppskatta det pris som sannolikt skulle erhållas på marknaden och därför ställer sig alltid Hörnfeldt och Olsson frågan om det finns någon köpare som är villiga att betala detta pris, d.v.s. är priset rimligt ur ett marknadsperspektiv. De anser att även om en fastighet på grund av höga driftnetton visar ett högt värde enligt kassaflödesmetoden är det viktigt att värderaren reflekterar över om siffran är rimlig.

### **4.3. Kassaflödesmetoden vid investeringsbedömning**

Både Klövern, Stena Fastigheter och Fem Hjärtan uppger att de strävar efter att utöka sitt fastighetsbestånd. Därför är det aktuellt att göra en lönsamhetsbedömning av olika fastigheter inför köp. Olsson (Forum) arbetar med att göra opartiska värderingar av en fastighets marknadsvärde, därför arbetar han inte med att utreda om en fastighet är en lönsam investering för ett företag. Av den anledningen är han inte en del av detta empiriavsnitt.

Hörnfeldt (Klövern), Dahlén (Stena) och Jacobsson (Fem Hjärtan) anger att investeringsbedömningar görs även vid större ombyggnationer och hyresgästpassningar för

att ta reda på om ombyggnationen är lönsam samt vilka hyror de behöver för att täcka kostnaderna för ombyggnationen. För att beräkna om en ombyggnadsinvestering är lönsam eller för att ta reda på vad avkastningsvärdet är vid köp, med andra ord hur mycket företaget som max är villiga att betala för en fastighet, använder sig Klöver, Stena Fastigheter samt Fem Hjärtan av kassaflödesmetoden som huvudsaklig kalkylmetod. Både Hörnfeldt, Dahlén och Jacobsson anger att den största skillnaden med kassaflödesmetoden vid marknadsvärdering och investeringsbedömning är att vid investeringsbedömning beräknas kalkylräntan utifrån företagets interna avkastningskrav och mål och inte utifrån ett marknadsmässigt avkastningskrav. Årliga driftnetton och restvärdet diskonteras alltså med företagets egen kalkylränta. Summan av förväntade framtida kassaflöden som diskonteras med företagets interna kalkylränta representerar fastighetens avkastningsvärde för företaget. Om detta värde överstiger det pris som måste betalas för fastigheten anses investeringen vara lönsam.

*”Ska du värdera till marknadsvärde ska du tänka som den mest sannolika köparen. Ska man köpa får man tänka vad Klöver har för krav.”*

- Susanne Hörnfeldt, värderingsansvarig, Klöver AB.

Det finns en skillnad mellan hur företagen riskanpassar kalkylräntan. Både Jacobsson och Hörnfeldt anger att kalkylräntan riskanpassas till varje specifik fastighet och då är det två parametrar som representerar risk. Dels är det beroende på vad det är för fastighetstyp samt fastighetens läge. De är båda överens om att bostadslägenheter har en lägre risk eftersom risk för vakans är betydligt lägre på grund av den bostadsbrist som råder idag. Därför har denna fastighetstyp en lägre kalkylränta än övriga kommersiella fastigheter. En annan risk rörande fastighetstyp anger de är om fastigheten är väldigt specialanpassad. Ett exempel är om fastigheten utgör ett fängelse, eller där en stor fastighet är specialanpassad för en enda hyresgäst och deras verksamhet. Vid dessa situationer ser de en ökad risk eftersom det kan bli problem att i framtiden hyra ut fastigheten utan att göra omfattande ombyggnationer och därför sätter de en högre kalkylränta vid dessa situationer. Vad gäller läget är det dels geografiskt läge i form av stad och dels områdesmässigt läge, d.v.s. om området ligger centralt eller i en förort. Attraktiva områden skapar möjlighet till högre hyresintäkter, lägre vakansnivåer samt är mindre känslig för svängningar i marknadsförhållanden uppger Hörnfeldt och Jacobsson. Dahlén uppger däremot att de enbart har ett generellt avkastningskrav för hela fastighetsavdelningen på Stena Fastigheter. Det finns ett avkastningskrav för bostadsfastigheter och ett annat för övriga kommersiella fastigheter. Även Dahlén anser att bostadsfastigheter har en lägre risk och har därför något längre avkastningskrav. Det innebär att han har en lägre kalkylränta när han räknar på investeringar av bostadsfastigheter jämfört med övriga kommersiella fastigheter. Någon hänsyn till stad och område tas alltså inte med i beräkningarna, däremot är Dahlén medveten om de riskskillnaderna som finns men väver ändå inte in dem i kalkylerna. Stena Fastigheters fastighetsbestånd består i huvudsak av bostäder. Anledningen till detta är att Dahlén anser att det är en låg risk vilket kompletterar Stenas andra områden, d.v.s. oljerigggar och båtar som är väldigt konjunkturkänsliga.

De faktorer som de intervjuade anser ha störst påverkan på hyresintäkterna är fastighetens läge, storlek och standard. Vid beräkning av driftnettot utgår både Hörnfeldt (Klöver), Dahlén (Stena) och Jacobsson (Fem Hjärtan) från de hyresintäkter fastigheten genererar i nuläget. Dock poängterar de alla att de efter kontraktstiden slut kan justera hyresintäkterna om de anser att de är högre eller lägre än vad de kan få i framtiden. Om de t.ex. köper en fastighet

där de anser att hyresnivån ligger under en marknadsmässig nivå justerar de hyresintäkterna uppåt efter att kontraktstiden gått ut. Detta hänger även ihop med kalkylperiodens längd då de anpassar den efter vad de tror kommer ske i framtiden om det är något de vill visa som kommer hända efter kontraktstidens slut, t.ex. en hyreshöjning. Dahlén och Jacobsson som representerar företag med mycket bostadsfastigheter anger att de även lägger in utvecklingspotential i kalkylen. Det kan exempelvis vara om de köper en gammal fastighet och planerar att renovera lägenheterna kan de sedan ta ut en högre hyra eftersom bruksvärdet har ökat. Denna utvecklingspotential vävs alltså in i hyresintäkterna.

Både Hörnfeldt, Dahlén och Jacobsson tittar på fastighetens faktiska driftkostnader. Om de tror att dessa avviker från vad de kan drifva fastigheten för lägger de in sina egna driftkostnader istället. Då tittar de bland annat på vad de har för driftkostnader för liknande fastigheter i beståndet. Även om samtliga respondenter anser att fastighetens skick till viss del speglas i driftkostnaderna t.ex. att en dåligt isolerad fastighet har högre uppvärmningskostnader än en välisolerad, anpassas driftkostnaderna efter fastighetens skick. Om de ser att det är eftersatt underhåll i fastigheten kommer de öka underhållskostnaderna i kalkylen de kommande åren.

#### **4.4. Styrkor och svagheter**

Samtliga respondenter uppger att en styrka med kassaflödesmetoden i investerings- och redovisningssammanhang är att metoden är flexibel då den tar hänsyn till olika parametrar samt att det finns möjlighet att justera varje enskild parameter för att resultatet ska bli så sanningsenligt som möjligt. Metoden gör det bland annat möjligt att lägga in olika driftnetton varje år för att siffrorna i kalkylen på bästa sätt ska motsvara förväntningarna om framtiden.

Dahlén betonar att en annan styrka med kassaflödesmetoden är att metoden enligt honom är en blandning av ortsprismetoden och kassaflödesmetoden. Eftersom yelden i kalkylen baseras på genomförda affärer på liknande objekt fångar metoden även upp marknadsanknutna faktorer. Dahléns tycker därför att metoden ger ett resultat som är rimligt med vad marknaden är villig att betala.

Jacobsson och Olsson anser att en styrka med metoden är att den är bekväm att använda då det är enkla beräkningar. Däremot anser Dahlén (Stena) att metoden är tidskrävande och omständlig eftersom man måste studera statistik på genomförda affärer på liknande fastigheter. Dessutom bör samtliga parametrar studeras noggrant för att metoden ska vara användbar. Även om metoden baseras på enkla beräkningar anser Olsson (Forum) att utmaningen med modellen är att uppskatta storleken på de olika ingående variablerna, t.ex. driftnettot då han upplever att det är svårt att göra antaganden om framtiden.

*”Man måste göra ett antagande, men det enda man vet är att det inte kommer stämma för om 10 år kommer det vara något annat.”*

Håkan Olsson, auktoriserad fastighetsvärderare, Forum Fastighetsekonomi AB.

Även Dahlén (Stena) upplever att en svaghet med metoden är att den baseras på väldigt många antaganden om framtiden som är väldigt svåra att förutspå. Dahlén upplever också att väldigt små skillnader i dessa uppskattningar får väldigt stora effekter på metodens resultat.

Dahlén anser därför att man inte kan lita på metoden helt och hållet, utan det krävs att värderaren är insatt i branschen och har god marknadskännedom. Utan marknadsstatistik på liknande köp är metoden därför värdelös. Dahlén hanterar dessa svagheter genom att kritiskt reflektera över värdet metoden får fram genom att fråga sig om det finns en potentiell köpare som skulle kunna betala det priset, d.v.s. reflektera över om resultatet är rimligt. Dahlén försöker också samla in mycket information från många olika håll för att kunna göra så trovärdiga antaganden som möjligt om de olika parametrarna i modellen. En hjälp Dahlén har för att göra bedömningar om de olika parametrarna är Stenas stora fastighetsbestånd som gör det möjligt att göra jämförelser av bland annat driftkostnader för liknande fastigheter. För att hantera de osäkerheter metoden medför, brukar Dahlén göra en känslighetsanalys där han utgår från några olika antaganden om framtiden. På så sätt kan han med större trygghet veta inom vilket intervall värdet troligtvis befinner sig.

Den största svagheten med metoden enligt Jacobsson (Fem Hjärtan) är att den främst fokuserar på det ekonomiska och tar inte stor hänsyn till fastighetens tekniska skick och ålder. Jacobsson anser att detta kan ge negativa konsekvenser om fastighetens tekniska skick inte har beaktats. Därför är Jacobsson noggrann och har kunskap om den specifika fastigheten på detaljnivå. Dessutom baseras metoden på många osäkra antaganden om framtiden och därför anser Jacobsson att en förutsättning för att använda metoden är att ha god marknadskännedom för att få rimlig indata i kalkylen. Osäkerheten om framtida hyresintäkter hanterar Jacobsson till viss del genom att noggrant studera hyresgästernas betalningsförmåga.

Även Hörnfeldt (Klöver) anser att kassaflödesmetoden måste kompletteras med ortsprismetoden för att ge ett trovärdigt resultat. Det är alltså viktigt att reflektera över om kassaflödesmetodens resultat är rimligt. En nackdel är därför att kassaflödesmetoden inte kan användas självständigt, något som Hörnfeldt tror att många glömmer av. Om siffrorna inte kan relateras till någon omvärld ger metoden felaktiga resultat. Därför anser Hörnfeldt att värderaren måste ha erfarenhet och kännedom om marknaden för att kunna göra en pålitlig värdering. Även om Hörnfeldt anser att flexibiliteten är en styrka med metoden anser hon också att det är en risk eftersom metoden baseras på antaganden om framtiden, vilket möjliggör subjektiva bedömningar. I sin tur kan detta leda till felaktiga variabler i kalkylen. Hörnfeldt uppger att detta hanteras genom att ha god erfarenhet om branschen och marknaden.

*”Det är en bra metod när den används rätt, men vid fel användning kan man bevisa vad man vill.”*

Håkan Olsson, auktoriserad fastighetsvärderare, Forum Fastighetsekonomi AB.

Olsson (Forum) upplever att en svaghet med kassaflödesmetoden är att metoden kan ge felaktiga resultat om värderaren inte gör tillräckligt noggranna uppskattningar om de olika parametrarna. Olsson anser att värderaren måste analysera alla bakomliggande siffror på djupet och för att göra detta anser han att värderaren behöver ha god marknadskännedom och erfarenhet. En annan svaghet är att metoden baseras på antaganden som är väldigt svåra att förutsäga. Olsson menar också att metodens flexibilitet kan utnyttjas och att man därmed kan bevisa vad som helst. En annan svaghet Olsson upplever är att det är väldigt många parametrar och siffror att hålla koll på, vilket gör den påtaglig för slarvfel, något som i sin tur gör att resultatet blir felaktigt.

## 5. Analys

### 5.1. Kassaflödesmetodens användning vid externredovisning

Det empiriska materialet i studien, visar på samma sak som Lorentzon (2011) hävdar, alltså att kassaflödesmetoden är den vanligaste metoden vid värdering av fastigheters verkliga värde. Alla intervjuade uppger att beståndet värderas minst en gång per år, varav Hörnfeldt och Dahlén värderar varje kvartal. Företagen uppfyller därför kraven i IAS 40, punkt 39, eftersom det verkliga värdet är aktuellt och speglar marknadsvillkoren på balansdagen. Kassaflödesmetoden som Olsson, Hörnfeldt och Jacobsson använder i redovisningssyfte baseras på en nuvärdesberäkning av framtida förväntade kassaflöden i form av driftnetton samt ett evighetskapitaliserat restvärde. Metodens uppbyggnad stämmer således överens med grundprincipen som Persson (2015), Brealey, Myers och Allen (2010), Betts och Ely (2008), Byström (2014), Appraisal Institute (2008), Brotherson, Eades, Harris och Higgins (2013), Pyhrr, Cooper, Wofford, Kapplin och Lapides (1989), Andersson (2013), Geltner, Miller, Clayton och Eichholtz (2014) och Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) beskriver. Dahlén använder sig i redovisningssyfte däremot av en ettårig kalkyl där han evighetskapitaliserar ett normaliserat driftnetto år 1. Metoden kallas enligt Persson (2015) för direktavkastningsmetoden och ska enligt honom baseras på marknadsmässiga driftnetton, något som stämmer överens med Dahléns tillvägagångssätt.

De faktorer som samtliga intervjuade anser har störst påverkan på en fastighets marknadsvärde är storleken på framtida driftnetton samt den kalkylränta som dessa driftnetton diskonteras med. Dessa faktorer stämmer överens med vad Saha och Malkiel (2012), Persson (2015), Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) samt Haight och Singer (2005) beskriver som de största värdepåverkande faktorerna.

Framtida förväntade kassaflöden, d.v.s. driftnetton, diskonterar samtliga respondenter med hjälp av yielden som är relationen mellan driftnetto och försäljningspris på liknande fastigheter. Det är alltså denna yield som samtliga intervjuade uppger att de använder som marknadsmässig kalkylräntan i samband med uppskattning av ett verkligt värde. Detta stämmer inte överens med hur Persson (2015) anger att den marknadsmässiga kalkylräntan ska fastställas utan det stämmer mer överens med Betts och Ely's (2008) teori om hur kalkylräntan ska fastställas vid denna situation. Eftersom både Hörnfeldt, Jacobsson och Dahlén diskonterar framtida förväntade kassaflöden med hjälp av yielden och inte av företagets individuella kalkylränta är definitionen av verkligt värde enligt IAS 40, punkt 5, uppfyllt. Detta visar att det som Lorentzon (2011) kom fram till i sin studie gällande att svenska fastighetsbolag inte värderar utifrån ett marknadsperspektiv då de använde sin interna kalkylränta i externredovisningssyfte, inte stämmer överens med hur de intervjuade arbetar i externredovisningssyfte. Samtliga intervjuade anger också att yielden ska justeras om fastighetens risk avviker från det jämförda materialet. Ett exempel på risk är om fastighetens ändamål är av unik karaktär. Om risken med den specifika fastigheten bedöms ha en högre risk än jämförelsematerialet justeras yielden uppåt. Riskjustering är även enligt Lorentzon (2011), Persson (2015) och Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) en viktig faktor att beakta.

Eftersom samtliga intervjuade uppger att de diskonterar framtida förväntade kassaflöden med hjälp av marknadsyielden som baseras på tidigare försäljningar kompletteras

kassaflödesmetoden med relevant marknadsinformation, något som French (2006), Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) samt Persson (2015) belyser är viktigt.

Hörnfeldt, Jacobsson och Olsson använder sig av faktiska driftnetton vid användning av kassaflödesmetoden i redovisningssyfte. De justerar detta driftnetto successivt i takt med att befintliga kontrakt löper ut om det avviker mot marknadsmässiga förhållanden. Detta är det korrekta sättet enligt Persson (2015) och Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) som belyser vikten av att utgå från faktiska driftnetton.

Det finns en skillnad mellan hur de intervjuade beräknar restvärdet på fastigheten. Jacobsson gör en evighetskapitalisering med hjälp av samma yield som används under kalkylperioden. Däremot anger Hörnfeldt och Olsson att de justerar yelden uppåt vid evighetskapitalisering av restvärdet. Detta beror på att restvärdet ligger längre fram i tiden och därmed innebär en högre risk än de kassaflöden som inträffar under kalkylperioden. Vid nuvärdesberäkning av restvärdet använder de samma yield som under kalkylperioden. Ingen av de intervjuade beräknar alltså restvärdet på det sätt som Persson (2015) beskriver.

Olsson (Forum) som är auktoriserad fastighetsvärderare uppger att han vid värderingar sätter värdet inom ett intervall på vanligtvis 10 % upp eller ner. Även Hörnfeldt (Klövern) och Dahlén (Stena) anger att de värderingar som genomförs av externa värderare hamnar i ett intervall på ca 10 % upp eller ner. Detta intervall ger utrymme för företaget att välja vart inom intervallet de vill sätta värdet. Både Dahlén, Hörnfeldt och Jacobsson är medvetna om att värderingen genom subjektiva bedömningar kan justeras, genom att till exempel göra andra antaganden om framtiden som på så sätt förändrar företagets resultat. Detta kan kopplas till vad Lorentzon (2011) hävdar angående att det i pressade situationer kan vara lockande för företag att utnyttja detta utrymme för att förändra resultatet. Däremot säger Hörnfeldt och Jacobsson att trots de möjligheter som finns till att förändra resultatet av olika skäl, väljer de att lägga sig i mitten av intervallet för att det bokförda värdet skall spegla verkligheten så bra som möjligt. Däremot uppger Dahlén att han går efter försiktighetsprincipen och lägger sig så lågt som möjligt för att inte riskera att tillgångarna övervärderas. Han anser att detta till viss del har att göra med att de inte är börsnoterade och därmed inte har samma krav att visa höga värden och resultat.

Olsson och Hörnfeldt belyser vikten av att koppla värdet till marknaden för att kunna reflektera över om värdet är ett rimligt pris på marknaden. Detta kan kopplas till den ekonomiska principen "Lagen om efterfrågan" som Lundmark (2010), Lind och Persson (2015) samt Betts och Ely (2008) beskriver. Det går alltså inte att sätta ett marknadsvärde som är så högt att det inte finns någon potentiell köpare som är villig att betala det priset.

## **5.2. Kassaflödesmetodens användning vid investeringsbedömning**

Hörnfeldt (Klövern), Dahlén (Stena) och Jacobsson (Fem Hjärtan) använder kassaflödesmetoden för att bedöma om en investering är lönsam eller inte. Att metoden är lämplig att använda vid investeringsbedömning stämmer överens med Appraisal Institute (2008) och Brealey, Myers och Allen (2010) som också anser att kassaflödesmetoden är en lämplig metod att använda sig av vid investeringsbedömning. Om de ska köpa en ny fastighet kan de med hjälp av denna metod ta reda på fastighetens individuella avkastningsvärde för företaget och på så sätt veta vilket pris företaget maximalt kan betala för fastigheten. Detta



stämmer överens med Persson (2015) som anser att avkastningsvärdet är baserat på företagets individuella krav och preferenser.

Hörnfeldt (Klövern), Dahlén (Stena) och Jacobsson (Fem Hjärtan) anger alla att den största skillnaden med kassaflödesmetoden vid marknadsvärdering och vid investeringsbedömning är att vid investeringsbedömning beräknas kalkylräntan utifrån företagets interna avkastningskrav och inte utifrån marknadens krav. Detta har tydliga likheter med vad Persson (2015) poängterar gällande skillnaden mellan marknadsvärde och det individuella avkastningsvärdet där hänsyn tas till företagets interna krav och preferenser.

Den interna kalkylräntan varierar beroende på vad det är för fastighet som ska investeras. Både Hörnfeldt, Jacobsson och Dahlén uppger att ju osäkrare och riskablare framtida kassaflöden är, desto högre kalkylränta används. Detta är något som överensstämmer med vad Byström (2014) och Geltner, Miller, Clayton och Eichholtz (2014) hävdar gällande att riskablare projekt ska ha högre kalkylränta. Det finns en skillnad mellan hur riskanpassning sker. Hörnfeldt och Jacobsson riskanpassar kalkylräntan efter varje specifik fastighet och då är det främst fastighetstyp samt fastighetens läge som avgör riskfaktorn. Dahlén däremot riskanpassar inte kalkylräntan efter varje specifik fastighet utan har ett generellt avkastningskrav för bostadsfastigheter och ett för övriga kommersiella fastigheter. Att riskanpassa kalkylräntan efter varje specifik fastighet stämmer väl överens med vad Brealey, Myers och Allen (2010) samt Brotherson, Eades, Harris och Higgins (2013) anser. Att Dahlén inte riskjusterar kalkylräntan till varje specifik fastighet kan peka på samma sak som Krüger, Landier och Thesmar (2015) har kommit fram till i sin studie, d.v.s. att det inte är ovanligt att företag inte riskjusterar till varje specifik investering som i sin tur kan leda till att riskfyllda projekt överskattas. En möjlig anledning till att Dahlén inte riskjusterar kan vara att han representerar ett fastighetsbolag som till största del innehar bostadsfastigheter och som därför inte är av lika spridda karaktärer som ett fastighetsbestånd som endast utgörs av övriga kommersiella fastigheter.

Hörnfeldt, Jacobsson och Dahlén är alla överens om att bostadsfastigheter har en lägre risk än övriga kommersiella fastigheter då risk för vakans är betydligt lägre på grund av den bostadsbrist som råder på marknaden idag. En annan risk med kommersiella fastigheter att ta hänsyn till enligt Jacobsson och Hörnfeldt, är om fastigheten är specialanpassad för en enda hyresgäst då den i sådana fall kan bli svår att få uthyrd till en ny hyresgäst utan att göra omfattande ombyggnationer. Detta kan liknas med det som Nordlund (2015) hävdar angående att nya lokalhyresgäster ofta är i behov av mer eller mindre omfattande anpassningar.

En faktor som Hörnfeldt, Jacobsson och Dahlén upplever har stor påverkan på hyresintäkterna är läget, något som stämmer överens med vad Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) anser. Läget är också en faktor som har påverkan på bruksvärdet för bostadsfastigheter enligt Munck (2015). Hörnfeldt, Jacobsson och Dahlén gör också en distinktion mellan bostadsfastigheter och övriga kommersiella fastigheter vid beräkning av framtida driftnetton. Alla tre använder de faktiska hyresintäkterna fastigheten genererar i nuläget i kalkylerna. Däremot poängterar de att de kan justera denna siffra om kontrakterad hyra avviker från marknadsmässig hyra, något som kan innebära såväl en intäktspotential som en risk i framtiden, något som Nordlund (2015) också poängterar. Detta kan även kopplas till den skillnad i svensk lagstiftning som finns mellan bostadsfastigheter och övriga typer av lokaler som Munck (2015) beskriver. Detta gäller inte vid bostadsfastigheter utan vid övriga typer av kommersiella fastigheter. Jacobsson och Dahlén som arbetar i företag som innehar mycket bostadsfastigheter anger att det kan finnas en intäktspotential som beaktas i kalkylen även för

dessa i framtiden. Till exempel om de köper en gammal fastighet som de renoverar och som de sedan kan kräva en högre hyra för i framtiden på grund av att bruksvärdet har ökat. Även här finns en koppling med hur Munck (2015) beskriver hur bruksvärdet styr hyran för bostadsfastigheter i JB kap 12 §55.

### **5.3. Kassaflödesmetodens styrkor och svagheter**

Samtliga respondenter är överens om att en styrka med kassaflödesmetoden är att alla variabler separeras vilket gör att varje variabel enskilt kan analyseras, något som gör metoden väldigt flexibel. Därför gör metoden det möjligt att ta hänsyn till olika faktorer för varje specifik fastighet. Denna flexibilitet belyser även French och Gabrielli (2005) samt French (2006) som en styrka med metoden. Olsson påpekar dock att värderaren måste vara väldigt noggrann då alla olika siffror och parametrar gör metoden påtaglig för slarvfel. Även om Hörnfeldt och Olsson anser att flexibiliteten är en styrka belyser de även att denna flexibilitet lätt kan bli en risk eftersom det möjliggör subjektiva bedömningar, något som kan utnyttjas och leda till missvisande resultat. Därför upplever Olsson att metoden gör det möjligt att själv styra över resultatet. Även Persson (2015) belyser att metoden bör tas med försiktighet för att inte få ett självuppfyllande resultat.

En annan styrka Dahlén (Stena) upplever är att metoden är en blandning av ortsprismetoden och kassaflödesmetoden eftersom marknadsyielden baseras på tidigare försäljningar. Dahlén tycker därför att metoden ger ett resultat som är rimligt med vad marknaden är villig att betala. Hörnfeldt påpekar att kassaflödesmetoden måste kompletteras med ortsprismetoden för att få rimliga resultat. Hon upplever därför att metoden har en svaghet då den inte kan användas självständigt, något som Hörnfeldt tror att många i branschen glömmer av. För att få en så sanningsenlig värdering som möjligt, hävdar Persson (2015) att flera metoder skall kombineras. Även Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet (2008) anser att det är vanligt att kombinera ortsprismetoden och nuvärdesmetoden vid värdering av kommersiella fastigheter.

Jacobsson (Fem Hjärtan) och Olsson (Forum) är överens om att en styrka med kassaflödesmetoden är att den är bekväm att använda då det är enkla beräkningar, något som även styrks av Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006). Motsatsvis anser Dahlén (Stena) att metoden är tidskrävande och omständlig eftersom man måste studera statistik på genomförda affärer på liknande fastigheter. Olsson (Forum) anser att även om metoden baseras på enkla beräkningar är utmaningen med modellen att uppskatta storleken på de olika ingående variablerna. Detta är något som även Lorentzon (2011) belyser i sin studie där han anser att enkelheten istället blir ett hot som får användarna att tro att metoden inte kräver några större kunskaper.

Samtliga respondenter belyser att en stor svaghet med metoden är att den baseras på antaganden om framtiden, vilka ofta är väldigt svåra att förutsäga. Dessutom upplever Olsson och Dahlén att väldigt små skillnader i dessa uppskattningar får väldigt stora effekter på resultatet. Detta är något som Persson (1992) förespråkade för över 20 år sedan. Under senare tid har även denna kritik styrkts av Appraisal Institute (2008), Sing, Ho och Tay (2002) samt Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006). Även Kummerow (1997) belyser att värderingsprocessen är mottaglig för fel och brister eftersom det handlar om att förutsäga något som ännu inte skett.

En svaghet Jacobsson belyser är att metoden främst fokuserar på det ekonomiska och inte tar någon hänsyn till fastighetens tekniska skick och ålder. Detta anser han kan skapa negativa konsekvenser för företaget om inte detta har beaktats. Jacobsson anser därför att det är nödvändigt att ha kunskap på detaljnivå om den specifika fastighetens tekniska skick. Däremot hävdar Persson (2015) att när kassaflödesmetoden baseras på fastighetens faktiska driftnetto speglas skicket på den aktuella fastigheten, t.ex. då god isolering leder till lägre uppvärmningskostnader.

Trots de svagheter som kassaflödesmetoden har, använder sig Hörnfeldt (Klövern), Dahlén (Stena) och Jacobsson (Fem Hjärtan) av kassaflödesmetoden som huvudsaklig metod vid både investeringsbedömning och vid externredovisning eftersom det är en allmänt vedertagen metod i branschen. Detta kan kopplas till Verginis och Taylor's (2004) studie som visar att över 70 % anser att kassaflödesmetoden är den lämpligaste metoden för att värdera hotell, som är en typ av kommersiell fastighet.

För att hantera de svagheter som finns med metoden belyser Dahlén, Hörnfeldt och Olsson att det är viktigt att kritiskt reflektera över värdet metoden får fram genom att fundera över om det finns en potentiell köpare som är villig att betala det priset. Detta belyser att det är viktigt att ha Perssons (2015), Lantmäteriverket och Mäklarsamfundets (2008) samt French's (2006) definition av marknadsvärde i åtanke vid marknadsvärdebedömningar.

Samtliga respondenter är överens om att det krävs erfarenhet och en god kännedom om marknaden och branschen för att kunna göra en realistisk värdering med hjälp av kassaflödesmetoden. Att inkludera kunskap och erfarenhet i metoden anser även Sing, Ho och Tay (2002) och Baroni, Barthélémy och Mokrane (2006) är viktigt för att kunna göra en trovärdig värdering. Dahlén samlar in mycket information från många olika håll för att kunna göra så trovärdiga antaganden om framtiden som möjligt, något som kan kopplas till det Yard (2001) anser gällande att det är viktigt att komplettera investeringskalkyler med annan information vid situationer där man inte vet utfallet med säkerhet. Eftersom kassaflödesmetoden baseras på antaganden om framtiden måste man därför ha en bredare information och kännedom om marknaden som helhet.

Ett annat sätt att hantera de osäkerheter kassaflödesmetoden har är enligt Dahlén (Stena) att göra en känslighetsanalys där olika scenarios studeras. På så sätt kan han med större säkerhet veta inom vilket intervall värdet troligtvis befinner sig. Även French och Gabrielli (2005) föreslår att värderaren ska göra en känslighetsanalys för att värderingen i största mån ska spegla verkligheten.

Osäkerheter i framtida hyresintäkter anser Jacobsson till viss del kan hanteras genom att noggrant studera hyresgästernas betalningsförmåga. Här finns det kopplingar till det som Nordlund (2015) hävdar gällande att långa kontrakt med skötsamma hyresgäster och god betalningsförmåga förknippas med lägre risk.

## 6. Diskussion och slutsatser

Studien syftar till att beskriva kassaflödesmetoden i samband med fastighetsvärderingar. Viktigt att poängtera är att följande slutsatser endast avser vad som framkommit genom den teoretiska referensramen samt den del av fastighetsmarknaden som studerats genom intervjuer med respondenterna i denna studie. Det är därför inte sagt att dessa slutsatser är generaliserbara på fastighetsmarknaden som helhet.

Nedan kommer studiens slutsatser att presenteras, vilka ger svar på följande problemformulering: *”Hur använder fastighetsbolag kassaflödesmetoden vid värdering av kommersiella fastigheter i samband med externredovisning respektive investeringsbedömning samt vilka styrkor och svagheter har metoden?”*

**Slutsats 1: Resultatet av studien pekar på att kassaflödesmetoden i samband med investeringsbedömning används på det traditionella sätt som beskrivs i flertalet artiklar och böcker. Detta innebär en nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden samt en evighetskapitalisering av ett driftnetto efter kalkylperiodens slut. Vid externredovisning använder 3 av 4 respondenter metoden på samma sätt medan den fjärde använder sig av direktavkastningsmetoden. Den största skillnaden i hur metoden används i samband med investeringsbedömning respektive externredovisning har visat sig vara hur kalkylräntan fastställs.**

Litteratur kring hur den marknadsmässiga kalkylräntan ska fastställas i samband med fastighetsvärdering är tvetydig. Utifrån det empiriska materialet i studien kan konstateras att samtliga intervjuade använder marknadsyielden som kalkylränta vid beräkning av ett marknadsvärde i samband med externredovisning. Denna marknadsyield baseras på relationen mellan driftnetto och betalda priser på liknande fastigheter. Eftersom marknadsyielden speglar marknadens betalningsvilja kan det konstateras att yielden representerar ett marknadsmässigt avkastningskrav. Det kan därför fastställas att resultatet i denna studie visar på att dessa fastighetsbolag följer IAS 40 och redovisar sina tillgångar till verkligt värde på ett sätt som speglar den allmänna uppfattningen på marknaden. Studien har också visat på att yrkesverksamma inom fastighetsbranschen är medvetna om att det finns ett utrymme i kassaflödesmetoden att utnyttja till en skattemässig fördel. Detta har sin grund i att metoden baseras på antaganden och subjektiva bedömningar, något som gör det komplicerat för en person att direkt avgöra om fastigheten är över- eller undervärderad eftersom små skillnader i dessa uppfattningar får stor påverkan på det redovisade värdet. Trots att de intervjuade uppger att de inte utnyttjar utrymmet för skattemässiga fördelar kan det inte uteslutas att det sker på marknaden då det inte är osannolikt att även en större del av marknaden känner till detta utrymme. Eftersom förändringar av fastighetens bokförda verkliga värde enligt IAS 40, punkt 35, ska föras över till resultaträkningen som en vinst eller förlust som påverkar periodens resultat, skulle detta utrymme kunna leda till konsekvenser för samhället som helhet eftersom förändringar på företagets resultat direkt påverkar skatteutbetalningarna. Nedan följer slutsats två, vilken är en fördjupning av kassaflödesmetodens användning i samband med externredovisning:

**Slutsats 2: Vid bedömning av fastigheters verkliga värde vid externredovisning använder samtliga intervjuade marknadsyielden som kalkylränta. En konsekvens av att redovisa tillgångarna till verkligt värde med hjälp av kassaflödesmetoden är att företag ges möjlighet att utnyttja metodens flexibilitet för t.ex. en skattemässig fördel.**

Kassaflödesmetoden har visat sig vara väl använd i samband med investeringsbedömning. Samtliga respondenter använder företagets interna avkastningskrav som kalkylränta för att beräkna hur mycket fastigheten är värd för dem eller för att beräkna vad de som max kan tänkas betala för fastigheten. Det är alltså inte ett marknadsvärde företagen beräknar, utan ett individuellt avkastningsvärde. Det kan konstateras att samtliga respondenter anser att en fastighet som har en hög risk ska ha en högre kalkylränta än mindre riskfyllda fastigheter. En högre kalkylränta leder till ett lägre värde för fastigheten. Det finns ingenting i den teoretiska referensramen som pekar på att det är lägre risk att äga bostadsfastigheter än övriga kommersiella fastigheter. En slutsats av studien är däremot att samtliga intervjuade anser att det innebär lägre risk att äga bostadsfastigheter än övriga kommersiella fastigheter i dagsläget. Till viss del förklaras detta av bostadsbrist och rådande marknadsförhållanden. Därför bör företag även vid investeringsbedömning vara insatta i den situation som råder på marknaden och inte bara utgå från sina interna avkastningskrav. Förutom fastighetstyp är fastighetens läge och flexibilitet två viktiga parametrar som påverkar risknivån. Det finns skillnader i hur fastighetsbolag riskanpassar kalkylräntan för varje investering. Vissa riskanpassar kalkylräntan efter varje specifik fastighet men det förekommer också att företaget använder sig av en schablonrisk som är kopplad till fastighetstypen. Detta leder fram till studiens tredje slutsats, vilken även den är en fördjupning av slutsats ett och berör hur kassaflödesmetoden används i samband med investeringsbedömning. Slutsatsen är generell för samtliga intervjuade fastighetsbolag och lyder:

**Slutsats 3: I samband med investeringsbedömning används företagets interna avkastningskrav som kalkylränta. Denna riskanpassas sedan beroende på bland annat fastighetens typ, läge samt flexibilitet. Samtliga intervjuade fastighetsbolag anser att bostadsfastigheter innehar lägre risk än övriga kommersiella fastigheter och respondenterna anser därför att dessa kassaflöden ska diskonteras med en lägre kalkylränta.**

Kassaflödesmetoden har visat sig ha såväl styrkor som svagheter. Metodens främsta svaghet är att den baseras på antaganden om framtiden som ofta är väldigt svåra att förutsäga. En styrka däremot med metoden är att den tar hänsyn till många parametrar och varje enskild variabel kan analyseras och justeras efter vad man bedömer om framtiden. Det har visat sig att kassaflödesmetoden inte innebär avancerade beräkningar vilket kan ses som en styrka. Däremot ligger utmaningen i att uppskatta de bakomliggande siffrorna. En slutsats av detta är att det inte går att använda metoden genom att enbart lära sig en matematisk formel. Det krävs erfarenhet samt en mycket bredare och djupare kunskap om marknaden som helhet och alla faktorer som påverkar variablerna i kalkylen. Det kan konstateras att kassaflödesmetodens tillförlitlighet till viss del är beroende av att siffran kan relateras till en omvärld och att det vid marknadsvärdebedömningar finns en potentiell köpare som är villig att betala det priset. Därför är en svaghet med metoden att den inte ger trovärdiga resultat om den används utan komplettering av bland annat ortsprismetoden och marknadskännedom. Detta leder fram till studiens fjärde och femte slutsats, vilka bekräftar det som bland annat Sing, Ho och Tay (2002) samt French och Gabrielli (2005) hävdar gällande metodens styrkor och svagheter.

**Slutsats 4: Den främsta styrkan med kassaflödesmetoden har enligt samtliga respondenter visat sig vara att den är väldigt flexibel då alla variabler separeras och kan analyseras och justeras för den specifika fastigheten.**

**Slutsats 5: Samtliga respondenter belyser att den främsta svagheten med metoden är att den baseras på många osäkra antaganden om framtiden som är väldigt svåra att förutspå. Samtliga respondenter upplever dessutom att en svaghet med metoden är att den förutsätter att användaren har god marknadskännedom och erfarenhet inom branschen för att kunna göra realistiska antaganden om metodens variabler.**

## 6.1. Implikationer

För att avsluta och sammanställa studiens slutsatser och bidrag presenteras de eventuella implikationer som studiens slutsatser kan leda till. Den teoretiska implikationen av studien är att marknadsyielden kan vara en lämplig diskonteringsränta att använda sig av i samband med externredovisning till verkligt värde. Eftersom marknadsyielden baseras på tidigare försäljningar representerar den marknadens betalningsvilja. Då marknadsyielden erhålls genom att driftnettot divideras med priset på liknande fastigheter utgör yielden ett marknadsmässigt avkastningskrav. För att en värdering skall anses marknadsmässig enligt IAS 40 skall värdet spegla det pris som sannolikt skulle erhållas på marknaden och framtida driftnetton ska diskonteras med ett marknadsmässigt avkastningskrav. Genom att använda marknadsyielden i samband med externredovisning kommer fastigheterna att uppfylla de krav som anges i IAS 40 och värdet kommer utgöra ett s.k. verkligt värde. Detta gäller under förutsättning att yielden har tagits fram genom en noggrann analys av marknaden.

Studiens praktiska implikationer är att respondenternas medvetenhet om det utrymme som finns att utnyttja i samband med att bland annat driftnetto ska uppskattas för fastigheten, kan leda till att fastighetsbolagen justerar resultatet i samband med värdering till verkligt värde vid externredovisning. En konsekvens av att fastigheterna värderas till ett högre eller lägre värde påverkar resultatet, vilket i sin tur kan påverka och vilseleda många intressenter så som banker, aktieägare och staten. En annan praktisk implikation av att respondenterna upplever att metoden kräver erfarenhet och god marknadskännedom är att många fastighetsvärderingar kan präglas av fel och brister till följd av att användarna inte besitter tillräcklig kunskap och erfarenhet. Det kan därför diskuteras om huruvida det ska vara tillåtet för fastighetsbolag att själva få värdera sina tillgångar till verkligt värde utan att ha någon dokumenterad kunskap och erfarenhet inom området.

## 6.2. Egna reflektioner och förslag till fortsatt forskning

Vi tycker att det har varit intressant att studera kassaflödesmetoden i samband med fastighetsvärderingar. Vi anser att den stora fördelen med metoden är att den tar hänsyn till många olika variabler och ger användaren möjlighet att gå in i detalj och lägga till eller dra av framtida kostnader som exempelvis stambyte. Vår uppfattning om metoden är att den utgör en bra grund för värdering av kommersiella fastigheter. Om metoden används korrekt och användaren har en god kännedom om marknaden samt lägger ner mycket tid på att göra rimliga antaganden på de olika parametrarna tror vi att metoden kan ge relativt rimliga värden. Däremot är en viktig lärdom av denna studie att denna metod är oerhört mycket mer komplicerad än vad den vid första anblick ger sken för att vara. Det största problemet vi ser med denna metod är att det finns ett utrymme som kan utnyttjas för att bevisa det värde man själv önskar. Just eftersom fastigheter representerar ett väldigt stort värde i vår ekonomi kan detta utrymme utgöra väldigt stora summor. Vi tror också att problemet till stor del beror på

att det kan vara svårt att bevisa att någon medveten gjort felaktiga antaganden om framtiden eftersom det inte finns något facit nu på vad som kommer hända i framtiden. Det är upp till användaren att förutspå och göra antaganden om framtiden, något som vi i vår studie förstått är väldigt svårt. Trots att våra respondenter inte angivit att de försöker justera värdet till deras fördel tror vi att det kan förekomma fusk av detta slag på marknaden. Detta leder fram till vårt första förslag till fortsatt forskning inom området.

- 1. Det hade varit intressant att studera några fastighetsbolags årsredovisningar över en längre tidsperiod för att undersöka om det skett några värdeförändringar på företagets fastigheter och genom intervjuer och djupgående analyser klargöra vilka händelser och antaganden som ligger till grund för denna förändring.**

Vid en av våra intervjuer kom vi in på ett sidospår där respondenten diskuterade kring att det vid investeringssammanhang av bostadsfastigheter även kan vara intressant att studera hur bostadsrättsmarknaden i området ser ut. Respondenten menade att om bostadsrättspriserna är höga i området, kan företaget ha som "plan B" att sälja fastigheten till en bostadsrättsförening. Det kan t.ex. hända att det visar sig att fastigheten inte levererar den avkastning som fastighetsbolaget räknat med eller att en omorganisation ska ske så att fastighetsbolaget behöver sälja av delar av sitt bestånd. Om marknaden för bostadsrätter är god i området innebär det en lägre risk för fastighetsbolaget eftersom de då kan räkna med att få relativt bra betalt för fastigheten, om det i fastigheten sker en ombildning till en bostadsrättsförening. Detta område länkar vidare till författarnas andra och tredje förslag på fortsatt forskning.

- 2. Tas hänsyn till BRF-marknaden i samband med värdering av en bostadsfastighet i investeringssammanhang? Hur läggs i sådana fall detta in i investeringskalkylen samt hur stor vikt ges det?**
- 3. Hur värderas en bostadsrättsfastighet i samband med årsredovisning? Är det till anskaffningsvärde minus avskrivningar eller utgör det totala värdet summan av samtliga lägenheters marknadsvärde? Det kan vara intressant att studera om marknadsvärdet förändras om fastighetens säljs till en bostadsrättsförening.**

# Referenslista

## Skrivet material

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

**Appraisal Institute. (2008).** *The Appraisal of Real Estate, 13th Edition*. Chicago.

**Baroni, M., Barthélémy, F., & Mokrane, M. (2007).** Using rents and price dynamics in real estate portfolio valuation. *Property Management*, 25 (5), 462-486.

**Betts, R.M., & Ely, S.J. (2008).** *Basic Real Estate Appraisal: Principles and Procedures, 7th Edition*. Eagan: Thomson South-Western.

**Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen, F. (2010).** *Principles of corporate finance, Global edition*. New York: Mc Graw - Hill/Irwin.

**Brotherson, W.T., Eades, K.M., Harris, R.S., & Higgins, R.C. (2013).** "Best Practices" in Estimating the Cost of Capital: An Update. *Journal of Applied Finance*, 23 (1), 15-33.

**Byström, H. (2014).** *Finance: Markets, Instruments & Investments*. Lund: Studentlitteratur AB.

**Ekwall, Å., & Persson, E. (2015).** I *Fastighetsekonomi och fastighetsrätt*. Stockholm: Fastighetsnytt Förlag AB.

**French, N. (2006).** Freehold valuations: the relationship between implicit and explicit DCF methods. *Journal of Property Investment & Finance*, 24 (1), 87-91.

**French, N., & Gabrielli, L. (2005).** Discounted cash flow: accounting for uncertainty. *Journal of Property Investment & Finance*, 23 (1), 76-89.

**Geltner, D.M., Miller, N.G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014).** *Commercial Real Estate: Analysis and Investment, 3rd Edition*. Mason: OnCourse Learning.

**Haight, G.T., & Singer, D.D. (2005).** *Real Estate Investment Handbook*. New Jersey: Wiley & Sons, Inc.

**IAS 40 Förvaltningsfastigheter. I FAR. (2007).** *Internationell redovisningsstandard i Sverige IFRS/IAS*. Stockholm: FAR Förlag AB.

**Jacobsen, D.I. (2002).** *Vad, hur och varför?: Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur AB.

**Krüger, P., Landier, A., & Thesmar, D. (2015).** The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate. *The Journal of Finance*, 70 (3), 1253-1285.



**Kummerow, M. (1997).** Logical Steps in Property Valuation. *The Appraisal Journal*, 65 (1), 25-31.

**Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet. (2008).** *Fastighetsvärdering: grundläggande teori och praktisk värdering*. Gävle och Solna: Lantmäteriverket och Mäklarsamfundet.

**Lind, H., & Persson, E. (2015).** I *Fastighetsekonomi och fastighetsrätt*. Stockholm: Fastighetsnytt Förlag AB.

**Lorentzon, J. (2011).** *Att värdera tillgångar: Verkligt värde inom skogs- och fastighetsbranschen*. Record ID: 2077/25330. Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

**Lundmark, R. (2010).** *Mikroekonomi: Teori och tillämpning*. Lund: Studentlitteratur AB.

**Mallinson, M., & French, N. (2000).** Uncertainty in property valuation: The nature and relevance of uncertainty and how it might be measured and reported. *Journal of Property Investment & Finance*, 18 (1), 13-32.

**Munck, J. (2015).** *Sveriges Rikes Lag*. Stockholm: Norstedts juridik.

**Nordlund, B. (2015).** I *Fastighetsekonomi och fastighetsrätt*. Stockholm: Fastighetsnytt Förlag AB.

**Persson, A. (1992).** *Fastighetsvärdering*. Malmö: Almqvist & Wiksell Förlag AB.

**Persson, E. (2015).** I *Fastighetsekonomi och fastighetsrätt*. Stockholm: Fastighetsnytt Förlag AB.

**Pyhrr, S.A., Cooper, J.R., Wofford, L.E., Kapplin, S.D., & Lapidés, P.D. (1989).** *Real Estate Investment: Strategy, Analysis, Decisions, 2nd Edition*. New Jersey: Wiley & Sons, Inc.

**Sing, T.F., Ho, D.K.H., & Tay, D.P.H. (2002).** *A Fuzzy Discounted Cash Flow Analysis for Real Estate Investment*. I **K. Wang, & M.L. Wolverton** (Red.), *Real estate valuation theory* (s. 389-410) New York: Springer US.

**Saha, A., & Malkiel, B. (2012).** DCF Valuation with Cash Flow Cessation Risk. *Journal of Applied Finance*, 22 (1), 175-185.

**Verginis, C.S., & Taylor, J.S. (2004).** Stakeholders' perceptions of the DCF method in hotel valuations. *Property Management*, 22 (5), 358-376.

**Wärneryd, B. (1993).** *Att fråga: Om frågekonstruktion vid intervjuundersökningar och postenkäter*. Örebro: SCB-tryck.

**Yard, S. (2001).** *Kalkyler för investeringar och verksamheter*. Lund: Studentlitteratur

## Internet

**Nordlund, B., & Lundström, S. (2011).** *Kommersiella fastigheter och finansiell stabilitet*. I Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden (s. 365-408). Stockholm: Åtta.45 Tryckeri AB. Hämtad på Riksbanken.se, 2016-01-28. <http://www.riksbank.se/Upload/Rapporter/2011/RUTH/RUTH.pdf>

**SCB. (2015).** Hämtad 2016-01-28. <http://www.scb.se/sv/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Boende-byggande-och-bebyggelse/Fastighetstaxeringar/Fastighetstaxeringar/30229/30236/30285/>

**SCB. (2015).** *Rikets fastigheter 2015, BO 37 SM 1501*. Hämtad 2016-01-28. [http://www.scb.se/Statistik/BO/BO0601/2015A01/BO0601\\_2015A01\\_SM\\_BO37SM1501.pdf](http://www.scb.se/Statistik/BO/BO0601/2015A01/BO0601_2015A01_SM_BO37SM1501.pdf)

# Bilagor

## Intervjuguide

### Intervjufrågor fastighetsbolag

#### Inledande frågor:

1. Varför använder ni kassaflödesmetoden vid fastighetsvärdering?
2. Vid vilka sammanhang använder ni metoden? Ex köp, försäljning, redovisning?
3. Skiljer sig metoden åt beroende på i vilket sammanhang den används?

#### Användning vid externredovisning:

4. Redovisar ni era tillgångar till verkligt värde eller anskaffningsvärde?
5. Utför ni alltid värderingen själva eller tar ni hjälp av auktoriserade värderare?
6. Hur fastställer ni kalkylräntan, kalkylperiod samt restvärde?
7. Vilka andra faktorer tar ni hänsyn till i metoden förutom driftnetto? Byggnadens ålder, skick, läge, byggnadssätt, yta o.s.v.

#### Användning vid investeringsbedömning:

8. Hur fastställer ni kalkylräntan, kalkylperiod samt restvärde?
9. Vilka andra faktorer tar ni hänsyn till i metoden förutom driftnetto? Byggnadens ålder, skick, läge, byggnadssätt, yta o.s.v.

#### Styrkor och svagheter:

10. Vilka styrkor och svagheter upplever ni för företaget vid användning av denna metod?
11. Hur hanterar ni de svagheter och osäkerheter som metoden innebär?

## **Intervjufrågor auktoriserad värderare**

### **Inledande frågor:**

1. Vid vilka sammanhang använder ni metoden? Ex köp, försäljning, redovisning?
2. Skiljer sig metoden åt beroende på i vilket sammanhang en fastighet ska värderas?

### **Tillvägagångssätt:**

3. Hur fastställs kalkylräntan, kalkylperiod samt restvärde?
4. Vilka andra faktorer tar ni hänsyn till i metoden förutom driftnetto? Byggnadens ålder, skick, läge, byggnadssätt, yta o.s.v.
5. Hur hanterar du eventuella orimliga resultat som kalkylen visar? Ex om en kommersiell fastighet är i dåligt skick men har höga driftnetton?
6. Redovisas värdet som en enda siffra eller som ett intervall som värdet troligen befinner sig inom? Lämnar du upplysning om de antaganden om framtiden som gjorts?

### **Styrkor och svagheter:**

7. Vilka styrkor och svagheter upplever ni vid användning av denna metod?
8. Hur hanterar ni de svagheter och osäkerheten som metoden innebär?

Caroline Larsson

Linda Sahlström



Besöksadress: Kristian IV:s väg 3  
Postadress: Box 823, 301 18 Halmstad  
Telefon: 035-16 71 00  
E-mail: [registrator@hh.se](mailto:registrator@hh.se)  
[www.hh.se](http://www.hh.se)