

Högskolan i Halmstad
Sektionen för ekonomi och teknik
Bygg och fastighetsekonometriprogrammet åk 3
Kandidatuppsats 15 hp

Fastighetsinvesteringar

Faktorer som påverkar köpbeslutet

Författare:
Robin Ivarsson 870613
Anders Pettersson 880825
Handledare: Sven-Ola Carlsson
Examinator: Gunnar Wramsby

Förord

Examensarbetet är bestående av 15hp och har skrivits inom ramarna för Bygg- och Fastighetsekonometriprogrammet på Högskolan i Halmstad. Denna arbetsprocess har pågått sedan januari 2011 och sammanställdes i slutet av maj 2011. Uppsatsen ska erbjuda dig som läsare en generell förståelse av vilka faktorer som tas hänsyn till vid värdering av flerbostadshus.

Under arbetsprocessen har vi erhållit utvecklande idéer, stort stöd och vill därför tacka vår handledare Sven-Ola Carlsson. Respondenterna har delat med sig av sina kunskaper och erfarenheter. Trots stora projekt har de tagit sig tid och svarat på våra frågor vilka sammanställde vår empiri. Ett stort tack till Fredrik Wennerholm, Greger Petersson och Jan-Åke Andersson.

Maj 2011

Robin Ivarsson

Anders Pettersson

Sammanfattning

Som en följd av stabilt ökade fastighetspriser på flerbostadshus i Halmstad anser många lokala fastighetsinvestorare att marknaden beter sig ologiskt. Detta eftersom dessa investorer inte kan se någon lönsamhet i stort antal fastighetsaffärer. Värderingen mellan olika investorer på ett och samma objekt går således skilda vägar. Ett exempel är en fastighet i centrala Halmstad vars utropspris var cirka 23 miljoner kronor. Köpeskillingen på detta objekt slutade på cirka 52 miljoner kronor, och under denna prisbildning ansåg vissa spekulanter att objektet var övervärderat redan vid 30 miljoner kronor.

Vår problemformulering lyder således vilka faktorer en investorer beaktar i värderingen vid köp av flerbostadshus. Syftet med uppsatsen är att beskriva dessa faktorer för att sedan förklara vilka variabler som är relevanta vid ett köpbeslut.

Uppsatsen resulterade i en fallstudie där fastighetsinvestorer i Halmstad intervjuades personligen. Valet av intervjupersoner grundade sig i en bedömning av deras erfarenhet av fastighetsmarknaden samt vilka typer av investeringar de förespråkar. Detta resulterade i intervjuer med Wennerholms, Fastighetsstaden och Jana Fastigheter, som samtliga är större än den medelstora fastighetsägaren i Halmstad.

Genom att först behandla teorier som ansågs vara relevanta formade vi intervjufrågor efter dessa för att samla in empiri. Under uppsatsen gång har kompletterande frågor ställts i efterhand för att förbättra uppsatsens reliabilitet.

Empirin har analyserats med hjälp av teorin för att kunna få fram ett resultat. Studien visar att det finns många faktorer som påverkar köpbeslutet. Utifrån insamlad information kan vi urskilja att strategin påverkar priset i stor mån. Detta då strategin är individuell och ett matchande objekt kan därför få ett väldigt högt individuellt egenvärde, det vill säga en hög värdering.

Abstract

As a result of increased property prices on apartment buildings in Halmstad many local investors think that the market behaves illogical. This is because these investors can't find any profitability in many real estate transactions. The valuation between different investors on the same object therefore goes their separate ways. One example of this is a property in central Halmstad which starting price was about 23 million SEK. The purchase price of this object ended on about 52 million SEK, and under the bidding many investors considered the object as overvalued around 30 million SEK.

Our problem formulation follows which factors an investor will consider in the valuation process when investing in an apartment building. The intention with the study is to describe those factors and then explain which variables that's relevant in a buying process.

The study resulted in a case study where we interviewed real estate investors in Halmstad personally. The choice of interview persons was based on an assessment of their experience in the property market and the types of investment they favour. This resulted in interviews with Wennerholms, Fastighetsstaden and Jana Fastigheter which all are larger than the average property investor in Halmstad.

By first treating theories that we considered relevant we shaped interview questions to gather empiricism. During the study complementing questions have been done to improve the reliability.

We combined the empiricism with our theories in intention to get a result. The study shows that there are many factors that affect the buying decision. From abroad the information can we distinguish that the strategy affect the price in a big way. This is because the strategy is individual and combined with a matching object the valuation can therefore have a very high individual self-worth, which means the property valuation can get very high.

Innehåll

1. Inledning.....	2
1.1 Bakgrund.....	2
1.2 Problemdiskussion	3
1.3 Problemformulering.....	4
1.4 Syfte.....	5
1.5 Definitioner.....	5
2. Metod.....	5
2.1 Val av metod.....	5
2.2 Val av metod för datainsamling.....	6
2.2.1 Intervjuteknik	6
2.2.2 Urvalsmetod av intervjupersoner.....	7
2.3 Metod för analys.....	8
3. Teori.....	9
3.1 Strategi.....	9
3.1.1 Övergripande investeringsmotiv	10
3.1.2 Mål och beslutskriterier.....	10
3.1.3 Planer och policy.....	11
3.1.4 Analysstrategi	11
3.2 Marknadsanalys och prisbildning.....	12
3.2.1 Omvärldsanalys	12
1.5.1 Ortsanalys	12
1.5.2 Objektsanalys	12
1.5.3 Due Diligence.....	13
1.5.4 Prisbildning.....	13
3.3 Begrepp och värdepåverkande variabler.....	15
3.3.1 Grundinvestering.....	15

3.3.2	Driftnetto/nettoöverskott.....	15
3.3.3	Kalkylränta.....	15
3.3.4	Restvärde.....	16
3.3.5	Direktavkastning.....	16
3.3.6	Värdepåverkande variabler.....	16
3.4	Värdering och finansiering.....	18
3.4.1	Värderingsmetoder.....	18
	Ortsprismetoder.....	18
3.4.2	Finansiering.....	20
3.5	Sammanfattning Teori.....	22
4.	Empiri.....	23
4.1	Wennerholm.....	23
4.1.1	Strategi.....	24
4.1.2	Marknadsanalys.....	24
4.1.3	Värdepåverkande variabler.....	25
4.1.4	Värdering.....	26
4.2	Fastighetsstaden.....	27
4.2.1	Strategi.....	27
4.2.2	Marknadsanalys.....	28
4.2.3	Värdepåverkande variabler.....	29
4.2.4	Värdering.....	30
4.3	Jana Fastigheter.....	31
4.3.1	Strategi.....	31
4.3.2	Marknadsanalys.....	32
4.3.3	Värdepåverkande variabler.....	32
4.3.4	Värdering.....	33
5.	Analys.....	35

5.1	Strategi.....	35
5.2	Marknadsanalys.....	38
5.3	Värdepåverkande variabler.....	40
5.4	Värdering.....	42
6.	Slutsats.....	46
6.1	Resultat.....	46
6.2	Förslag på framtida forskning.....	47
7.	Källförteckning.....	48

Figurförteckning

3.1	Strategimodell.....	8
3.2	Prisbildning.....	13
3.3	Marknadsvärde.....	13

Tabellförteckning

3.1	Kr/kvm bruksarea.....	18
3.2	Samband.....	19
4.1	Sammanfattning empiri.....	34
5.1	Strategimodell.....	38
5.2	Värdering.....	43
5.3	M & M utan hänsyn till bolagsskatt.....	44
5.4	M & M med hänsyn till bolagsskatt.....	45

Bilagor

Bilaga 1 Operationaliseringsprocess – Strategi

Bilaga 2 Operationaliseringsprocess – Marknadsanalys

Bilaga 3 Operationaliseringsprocess – Värdepåverkande variabler

Bilaga 4 Operationaliseringsprocess - Värdering

Bilaga 5 Prospekt

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Fastighetsmarknaden har genom årens lopp uppvisat fastighetspriser som varierar cykliskt, en cykel som följer den Svenska ekonomiska samhällsutvecklingen. Under 1900-talets början hade fastighetsmarknaden blomstrande utveckling, en utveckling som fick se sin dom 1929 då börskraschen på Wall Street inträffade. Denna krasch kom att påverka hela världen och halverade svenska fastighetspriser under 1930-talet. Detta påverkade investerares lust att investera i fastighetsmarknaden, och de värderingar som gjordes hade en mycket hög riskdiskonteringsfaktor (Fastighetsnytt, 2008, 1). Denna syn på värdering fortsatte ända fram till slutet på 1950-talet, då det började vända och fastighetsmarknaden såg återigen en fördelaktig tillväxt. Med vissa förbehåll för konjunktursvingar ansågs fastigheter ha en positiv real tillväxt på sikt. Fastighetsmarknaden hade bra år fram till början av 1980-talet då svensk ekonomisk tillväxt stagnerade och svenska kronan devalverades två gånger. 1983 avskaffades bankernas likviditetskvoter och 1985 avskaffades utlåningstakten. Mellan åren 1984-1990 sköt priserna på fastigheter i höjden, men sedan kom finans- och fastighetskrisen. Krisen anses av många analytiker som förhållandevis väntad, då aktieindex på fastighetsbolag sjönk kraftigt redan under 1989, en stagnation som kom med ett års eftersläpning på fastighetsmarknaden. En teori till denna eftersläpning är att de värderingsmodeller som användes var tröga i sina reaktioner och hann därför inte med i nedgången. Denna kris kom att kosta bankerna 120 miljarder och staten cirka 65 miljarder kronor. Det dröjde ända fram till 1996 innan fastighetsmarknaden var på fötter igen. Nästa dipp kom i början på 2000-talet och efter 2003 har fastighetsmarknaden haft en förhållandevis stabil utveckling (Fastighetsnytt, 2008, 1).

Omsättningen på kommersiella hyreshus på den svenska bostadsmarknaden är fem procent årligen (Bejrums, Lundström, 1996). I Sverige idag finns det 2 267 000 fastigheter som är taxerade. 126 000 av dessa är hyreshus varav 63 000 är hyreshus i syfte att bo i, flerbostadshus. Flerbostadshuset står endast för dryga 2,8 % av Sveriges bostadsmarknad, det ska dock poängteras att varje hus innehåller flera boenden. Det sammanlagda taxeringsvärdet är på dessa 673 miljarder kronor, vilket motsvarar dryga 14,3% av Sveriges totala taxeringsvärde på bostadsmarknaden. Marknadsvärdet på dessa 673 miljarder kronor är svårt att fastställa, då de avgörs av många olika parametrar som alltifrån läge till typ av fastighet (Fastighetsnytt, 2008, 1).

Definitionen av en fastighetsmarknad är en marknad där köpare och säljare möts (Fastighetsnytt, 2008, 1). Överlåtelsen kan ske genom antingen ett direkt köp, men även via byte, gåva och arv. Då fastighetsmarknaden är ett förhållandevis brett begrepp kan det delas in i delmarknader (Fastighetsnytt, 2008, 1). Dessa kan bestå av flerbostadshus,

bostadsrättsföreningar, privata hus etcetera. Marknaden för flerbostadshus kan i sin tur delas in i ytterligare delmarknader, och detta kan vara allt ifrån geografisk position till byggnadens storlek (Bejrums, Lundström, 1996).

Det som är anmärkningsvärt när det gäller kategoriseringen av delmarknader är att de värderas efter olika parametrar, och vilka parametrar det är, beror helt och hållet på vilken typ av köpare som värderar fastigheten (Fastighetsnytt, 2008, 1).

1.2 Problemdiskussion

Flerbostadshusen utgör en marknad som är baserad på alla marknadens grundbegrepp, nämligen utbud och efterfrågan. De kännetecknas av lång livslängd såväl som ett riktat användningsområde. Dessa förutsättningar gör varje fastighet till ett specifikt objekt och kommer därför stämma in mer eller mindre på var och en av investerarnas strategier (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Det finns två typer av livscyklar i en investeringsprocess, en objektsbunden och en subjektbunden. Den objektsbundna kan jämföras med byggnaden, det vill säga från den tidpunkt då byggnaden uppförs till den tidpunkt den renoveras eller rivs. Den subjektbunden kan istället jämföras med ägaren. Genom att olika ägare har olika kunskaper och mål för förvärvet påverkas också köpbeslutet efter detta (Bejrums, Lundström, 1996).

Idag finns det individer som köper flerbostadshus med helt skilda framtidsplaner. Det finns de som vill äga och förvalta fastigheten i ett långsiktigt perspektiv, och det finns de som har ett mera kortsiktigt sådant. En långsiktig ägare har redan vid köpet tagit i beaktning både kortsiktiga kostnader som uppstår, till exempel teknisk och ekonomisk förvaltning, men även långsiktiga kostnader som periodiskt underhåll. En kortsiktig investerare träder in på marknaden med en vilja att träda ur ägandet så fort som möjligt. Detta kan ske genom en alltmer vanlig metod, nämligen ombildning. Med ombildning menas det att fastighetens hyresrätter ombildas till bostadsrätter, vilket betyder att en bostadsrättsförening förvärvar fastigheten (Lundin, 2007). Ända sedan fastighetskrisens slut i mitten på 90-talet har priserna på fastigheter stigit stabilt en bra bit över konsumentprisindex (SCB).

Genom att investerare har olika strategier påverkas också köpbeslutet av olika faktorer och värderingarna kan gå helt åtskilda vägar. Detta kan leda till obefogade höga priser då kortsiktiga investerare bjuder över vad egentligen marknaden är benägen att betala, då de ser en kortsiktig exit med hög avkastning. Ett problem som kan komma att uppstå då det finns alltför många långsiktiga investerare på en marknad är att de själva vill expandera sina fastighetsbestånd och blir därmed benägna att bjuda över varandras bud till orimliga priser. Mellan åren 1978 till 1983 gjordes en studie där forskarna försökte kartlägga om det fanns någon skillnad mellan förutspått värde och köpeskillning. Resultatet visade sig vara att skillnaden kan variera kraftigt beroende av många faktorer, dels vilken delmarknad som studeras såväl som det konjunkturella läget (Betts & Ely, 2005). Dock ska det poängteras att

en fastighet nödvändigtvis inte behöver vara övervärderad, utan kan även vara undervärderad (Persson, 1992).

Vad fastigheten egentligen är värd kan tolkas på många olika sätt då investerarens bedömningar grundas på parametrar som kan finnas i deras strategi. En investerarens strategi speglar deras framtida nyttor. När en fastighet värderas används historisk statistik för att prognostisera framtida data, för att därigenom kunna avgöra om investeringen är den rätta för bolagets ändamål. Detta visar att investeraren värderar sin fastighet utifrån sitt eget användningsområde, då han/hon tydligt kan se med vilken nytta tillgångens värde tillfredsställer bolagets behov. Fastighetsvärdet kan räknas ut med hjälp av många olika metoder som används kontinuerligt i fastighetsbranschen. Det består dock inte endast av ekonomiska faktorer utan innehåller till stor del ej mätbara sådana. (Fastighetsnytt, 2008, 2).

Det finns en rad olika värdebegrepp när det gäller värdering av fastigheter, dock är det endast två som anses vara relevanta nog för värdering, nämligen marknads- och avkastningsvärde (Fastighetsnytt, 2008, 1). Frågan är då om dessa värden kan generaliseras, eller om de är beroende av vilken strategi som investeraren har. Enligt Erik Persson, docent KTH, är avkastningsvärdet individuellt och avgörs helt och hållet på den enskilda investeraren, det vill säga vad denne har för strategi (Fastighetsnytt, 2008, 1). Marknadsvärdet kan däremot tolkas som ett sannolikt värde som korrelerar med avkastningsvärdet. Genom att studera dessa två värdebegrepp bör också investeraren få svar på fyra frågor:

- Vilket värde tillgången har för investeraren?
- Vad är ett rimligt pris som passar investerarens strategi?
- Vad är marknadsvärdet uppskattat till?
- Vilken är den lägsta köpeskillingen investeraren måste betala?

Dessa teorier kan styrkas med undersökningar vi har gjort bland några av Halmstads fastighetsägare. Vissa investerare är beredda att betala ett högt pris som i andra investerarens ögon anses näst intill orimligt, detta för att de har helt åtskilda preferenser i sitt sätt att värdera.

1.3 Problemformulering

Vilka faktorer påverkar investerarens beslut vid förvärv av flerbostadsfastigheter?

1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att beskriva vilka faktorer som en investerare tar i beaktning vid ett förvärv av en flerbostadsfastighet. Med detta underlag ska en förklaring följas av vilka variabler som är relevanta, och om det finns värderingsmetoder som är mer eller mindre optimala att använda vid olika typer av flerbostadsfastigheter.

1.5 Definitioner

- Kort sikt 0-5 år
- Lång sikt 5-∞ år

2. Metod

2.1 Val av metod

Beroende på vilken typ av problemställning en uppsats har ska också valet av metodansatsen väljas efter denna (Jacobsen, 2002). En kvalitativ ansats lämpar sig bäst på en explorativ problemställning, alltså en problemställning som kräver ett fåtal informationsrika datainsamlingar (Jacobsen, 2002). En kvalitativ ansats bygger på dialog mellan skribenter och uppgiftslämnare, den låter alltså den intervjuade personen uttrycka sig själv med egna ord och meningar. Denna metod är bra då mer öppna och spontana svar önskas än vid till exempel en enkätundersökning. Då det är vanligt att skribenterna under uppsatsens gång skapar sig en större uppfattning och djupare kunskap i ämnet kan också problemställningen behövas ändras. En kvalitativ metod öppnar möjligheten för detta då den erbjuder flexibla datainsamlingsmetoder (Jacobsen, 2002).

En kvalitativ metod lägger vikt på detaljer, nyanser och det unika hos varje uppgiftslämnare. Information uppgiftslämnaren anger avgör också vilken typ av information vi får in. Denna metod ger därför en hög intern giltighet (Jacobsen, 2002).

Nackdelar med den kvalitativa metoden är att den kräver mycket tid i form av intervjuer. Då metoden endast når ett fåtal personer är det heller inte säkert att just de är representativa för att skildra verkligheten (Jacobsen, 2002). Erhållen information kan också få vissa tolkningsproblem då det är mycket information som inhämtas på kort tid.

För att motverka dessa nackdelar var vi pålästa på ämnet samt väl förberedda inför intervjuerna.

En deduktiv ansats går ut på att först samla teori och skapa en uppfattning om ämnet, för att sedan gå ut och samla in empiri för att se huruvida teorin stämmer in på empirin (Jacobsen, 2002). Detta gjorde vi för att få kunskap i ämnet för att därefter kunna bygga upp förväntningar som matchades med empirin, och sedan se om dessa stämde överens med verkligheten (Jacobsen, 2002).

Valet av deduktiv ansats skedde då vi ville skapa oss en bild av verkligheten innan den empiriska studien genomfördes. Enligt Jacobsen (2002) är problem som kan komma att uppstå vid valet av en deduktiv ansats, att viktig information utesluts då forskaren blir låst på sina teorier och enbart letar efter information som matchar dessa.

2.2 Val av metod för datainsamling

Beroende på valet av metod för datainsamling kommer också uppsatsens validitet och reliabilitet att påverkas. Validiteten beskriver uppsatsens giltighet, och ifall det som ska mätas verkligen mäts. Reliabilitet beskriver hur pass tillförlitligt uppsatsens innehåll är i förhållande till verkligheten (Jacobsen, 2002).

En öppen individuell intervju lämpar sig bäst då vi undersöker några få respondenter där vi är intresserade av den enskilde respondentens svar. Den lämpar sig även då vi vill skapa tydlighet i hur individen uppfattar meningar i olika förhållanden (Jacobsen, 2002).

Valet av metod till denna uppsats blev därför individuella öppna intervjuer då studien genomfördes på enstaka aktörers olika värderingsparametrar vid förvärv av flerbostadshus, vilket kan uppfattas som ett känsligt ämne av vissa investerare. Respektive respondent har fått ta del av ett prospekt som framgår i Bilaga 5. De har utifrån detta underlag värderat objektet och under tiden berättat hur de tänkte när de fick fram sitt resultat.

2.2.1 Intervjuteknik

Genom att använda sig av personlig kontakt i en intervju påverkar det också reliabiliteten då en högre trovärdighet på respondentens svar uppnås. Detta för att flera kommunikationskanaler används än endast den verbala, och på så sätt stärks den fysiska kontakten mellan respondent och intervjuare, vilket leder till mer tillförlitliga och personliga svar. Direkt kontakt i en intervju öppnar också upp dörrarna för diskussion för mer känsliga ämnen, då de ofta är mycket tryggare än vid till exempel en e-post kommunikation (Jacobsen, 2002).

Tekniken som en undersökare använder kan vara allt ifrån helt sluten till helt öppen intervju. En helt sluten bygger på frågor med fasta svarsalternativ i fast ordningsföljd och en helt öppen bygger på samtal utan intervjuguide samt utan fast ordningsföljd (Jacobsen, 2002).

En alltför öppen intervju riskerar att få alltför komplex information att bearbeta samtidigt som frågorna omedvetet struktureras i en viss riktning genom förutfattade meningar (Jacobsen, 2002).

Enligt Jacobsen (2002) har både tid såväl som valet av plats inverkan på informationens kvalitet. Det viktiga är att vi hela tiden har i beaktning att respondentens svar alltid kommer att påverkas av miljön. Den bör äga rum i en miljö där det inte finns alltför många störande moment, och bör heller inte vara för lång eller kort. En tid mellan en till en och en halv timme anses vara optimal.

Metoden för intervjuerna i denna uppsats beslutades därför att vara förhållandevis öppna, alltså en intervjuguide med tema och endast öppna svar. Detta för att få en hög tillförlitlighet genom en personlig kontakt med individen som intervjuas. För att inte vi såsom respondenten skulle tappa fokus hölls tidsramen en till en och en halv timme. Valet av plats för intervjuer ägde rum på respektive respondents arbetsplats. Detta för att miljön i minsta utsträckning skulle påverka svaren. Då ingen av våra respondenter krävde att få veta vad uppsatsen handlade om förklarade vi endast att ämnet var fastighetsvärdering.

Genom att banda en intervju riskeras också mer stängda svar då respondenten sätts i en obekvämlig situation, dels för att denne blir mera eftertänksam innan svar, och dels för att undersökaren kan framstå som nonchalant om inga anteckningar förs. Genom att istället endast använda sig av anteckningar motiveras en alltmer öppen intervju genom ett visat intresse, samt att denne blir generellt sett inte lika rädd för att svara spontant på frågorna om ingen inspelning sker (Jacobsen, 2002).

Vårt val blev därför att inte banda intervjuerna utan att endast använda anteckningar. Vi såg dock ett problem som möjligtvis kunde uppstå, vilket var att all information ej skulle hinna antecknas. Då vi var två personer lyckades vi dock notera all relevant data, detta genom anteckningar under intervjun samt via en gemensam sammanställning efter intervjun.

2.2.2 Urvalsmetod av intervjupersoner

Jacobsen (2002) beskriver tre olika steg för att komma fram till vilka personer som är mest relevanta att intervjua för uppsatsens innehåll ska bli pålitligt. Först och främst ska den teoretiska populationen och tidsperspektivet bestämmas, det vill säga de personer som kan vara potentiella att intervjua och vilken tidsavgränsning som bör göras. Nästa steg blir att dela in populationen i undergrupper. Detta görs genom att dela in potentiella respondenter efter olika variabler som befattning, antal verksamma år etcetera. Det tredje och slutliga steget är

att välja kriterier för urval av respondenter. Ett av dessa urval är information och Jacobsen (2002) menar att respondenter ska väljas efter vilka vi som skribenter anser kan lämna den mest relevanta informationen. Det kan dock vara svårt att veta på förhand hur bra information uppgiftslämnaren besitter.

Den teoretiska populationen i vårt fall utgjordes av investerare. Denna population kunde i sin tur delas in i lång- och kortsiktiga investerare. Urvalet av personer inom dessa organisationer baserades på kontakter inom byggbranschen för att nå de personer som besitter den mest relevanta kunskapen. Valet blev tre lokala fastighetsägare som alla är större än medelstora fastighetsägare i Halmstad. Två av dessa förespråkar en långsiktig investeringshorisont medan en förespråkar en blandad beroende på typ av investeringsobjekt.

Uppsatsen kommer endast att ta hänsyn till icke börsnoterade fastighetsbolag som äger flerbostadshus såväl som lokaler.

2.3 Metod för analys

Analysprocessen av kvalitativ data kan enligt Jacobsen (2002) göras genom kombination av information. Den information som vi kombinerade var våra olika respondenters empiri med varandra. Denna empiri förenade vi antingen enskilt utifrån respektive respondent med teori, eller om situationen tillät, gemensamt med teori. Under analysprocessen upptäckte vi att vissa av våra teorier gick hand i hand, och kunde därför kombineras med varandra.

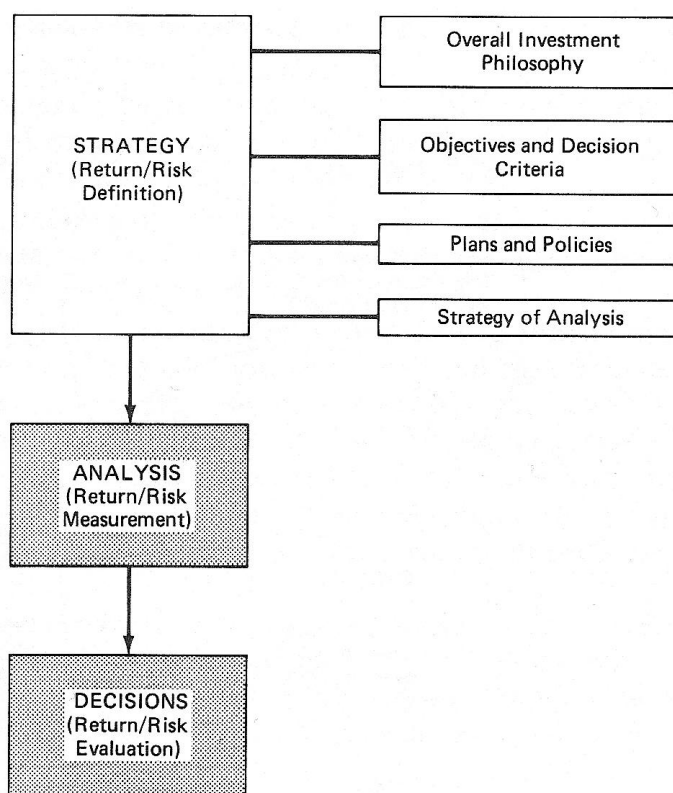
3. Teori

3.1 Strategi

Värderingen av en fastighetsinvestering styrs till stor del av investerarens egna preferenser. Denna är uppbyggd av hur den enskilde personen spekulerar och tror om framtiden. ”Värde är ingen fristående objektiv egenskap utan skapas sålunda i relationen ”man and property”” (Fastighetsnytt, 2008, s. 244). Utifrån detta förklarar Fastighetsnytt (2008) att värderingen av fastigheter är ytterst individuell, och att om strategin matchar investeringsobjektet påverkar detta också prisbildningen.

Pyhrr, Cooper, Wofford, Kapplin, Lapides (1989) anser att det viktigaste finansiella målet för en fastighetsinvestering är att god avkastning ska uppnås i förhållande till den risk investeraren tar. För att kunna göra detta är det också viktigt att en utarbetad strategi finns. Pyhrr et.al (1989) har därför arbetat fram en modell för strategi som innehåller fyra olika delar.

Bild 3.1: Strategimodell



Källa: (Pyhrr, et.al, 1989, s.87)

Delarna som ingår i strategin består således av investeringsmotiv, mål och beslutskriterier, planer och policy och analysstrategi.

3.1.1 Övergripande investeringsmotiv

Denna del är förankrad till investerarens personliga preferenser som direkt påverkar investeringens utformande. Denna ska bland annat spegla investerarens finansiella och förvaltningsresurser samt hans eller hennes kunskaper och erfarenheter av fastighetsmarknaden. Utifrån detta bestämmer investeraren vilken risk som är godtagbar i förhållande till avkastningen (Pyhrr et.al, 1989).

3.1.2 Mål och beslutskriterier

Utifrån investeringsmotivet ska investeraren sätta mål och beslutskriterier för investeringen. Målen kan bestå av både finansiella såväl som icke finansiella, på kort respektive lång sikt och kan vara av generell såsom specifik typ (Pyhrr et.al, 1989). Finansiella mål kan vara att investeraren på lång sikt ofta planerar bundna räntor och kontinuerliga avbetalningar, samtidigt som den kortsiktiga investeraren kräver en mera aktiv förvaltning av investeringens finansiella del (Bejrum, Lundström, 1996). En effektiv strategi för att uppnå investerarens mål är att genomföra en hyresökning, då hyran utgör den största delen av intäkterna. Detta medför att en liten procentuell korrigerings utgör en stor utveckling av fastighetens värde. En ökning av hyresintäkterna kan ske genom till exempel kontinuerliga hyresförhandlingar eller en reglering av balansen mellan bostadslägenheter och lokaler så man ständigt erhåller en god efterfrågan (Bejrum, Lundström, 1996). För att uppnå sina mål är det också viktigt att ta hänsyn till investeringens tekniska utformning och att dess användning passar in på investerarens strategi av förvaltning. Detta på grund av att drift och underhållskostnader kan minskas väsentligt. Ett exempel på sänkning av drift och underhållskostnader som Bejrum, Lundström (1996) nämner är energieffektivisering.

Enligt Pyhrr et.al (1989) består även kriterierna av finansiella såväl som icke finansiella. De finansiella kriterierna kan vara avkastning, alltså kriteriet investeraren har för vilken avkastning fastigheten ska generera för att investeringen ska vara intressant. De icke finansiella består bland annat av fastighetens tekniska egenskaper, allt ifrån ålder eller byggnadstyp till storlek och förutsättningarna för hur förvaltningen kan skötas (Pyhrr et.al, 1989).

3.1.3 Planer och policy

Planer och policy ska beskriva hur målen ska uppnås. Investeraren bör således enligt Pyhrr et.al, (1989) ha en investeringsplan utarbetad som behandlar vilka alternativ som bör väljas. Planen ska alltså beskriva hur investeraren ska gå tillväga för att uppnå kriterierna, exempelvis enligt Pyhrr et.al (1989) genom att endast fokusera på:

- **Stora/små fastigheter:** till exempel investeringarna ska enbart fokusera på objekt större än 1000 kvadratmeter och minst 20 lägenheter.
- **Ny-/befintlig byggnation:** om strategin enbart ska fokusera på nybyggnation eller på befintlig byggnation. Strategin kan även bygga på en kombination mellan dessa.
- **Finansiering:** hur stor andel eget kapital investeraren ska gå in med, som i sin tur påverkar räntekostnader och utbetalningar i form av amortering.
- **Område:** vilken stad eller vilket område investeringarna ska gälla. Detta kan sammankopplas med portföljvalsteorin som förklarar hur risk kan diversifieras. Denna bygger på antaganden om hur marknaden förväntas utvecklas, vilket betyder att om förväntningarna alltid uppfylls finns det heller ingen risk. Genom att investera i flera olika värdepapper, exempelvis aktier, kan också risken spridas eller diversifieras. Genom denna riskspridning eftersträvar investeraren bygga upp en portfölj som innehar den lägsta risken till den högsta avkastningen (Wramsby, Österlund, 2007)
- **Fastighetstyp:** till exempel om investeringarna enbart ska beröra flerbostadshus eller industrilokaler.

3.1.4 Analysstrategi

Analysstrategin beskriver hur investeraren ska gå tillväga för att nå fram till ett investeringsbeslut genom analys av fastigheten. Pyhrr et.al (1989) förklarar att en investerare har ofta förutfattade meningar och oförnuftiga preferenser som gör att irrationella beslut kan tas. Dessa måste identifieras och behandlas för att en lyckad investeringsstrategi ska kunna uppnås. Exempel på detta kan vara att investerare tror de har mer kunskap än vad de egentligen har, eller att de behandlar informationen subjektivt vilket får konsekvensen att en högre risk tas än om informationen tolkats objektivt.

3.2 Marknadsanalys och prisbildning

3.2.1 Omvärldsanalys

Syftet är på det stora planet att försöka fastställa de faktorer som påverkar fastighetsmarknaden. Två variabler som är direkt påverkande är ränta och inflation som styr bland annat hyror som i sin tur påverkar värderingen. Genom att studera historisk data som konjunkturcykeln kan en djupare uppfattning om den framtid som komma skall bildas. Andra variabler som är viktiga att studera vid en omvärldsanalys är den politiska miljön då regeringsskifte kan innebära stora förändringar på fastighetsmarknaden beroende på vilken politik som förs. Sammanfattat kan det sägas att samhällsekonomiska faktorer analyseras för att skapa en uppfattning om situationen som råder på fastighetsmarknaden (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

1.5.1 Ortsanalys

Som namnet antyder fokuserar orsanalysen mera ifrån data på ett mindre plan, gärna en kommun men i vissa fall flera. Analysen ska beskriva ortens fastighetsmarknad och utgöra underlag för en kommande värdering. Den data som bör samlas in är bland annat ortens geografiska placering, yta, invånarantal, politiskt styre, tillgänglighet och infrastruktur. Den tar även hänsyn till om det är en universitetsstad då de har en benägenhet locka studenter. Studenter är potentiella som permanent utbildad befolkning vilket lockar företag att komma till orten, vilket i sin tur lockar mera människor och efterfrågan på boende ökar. Höga reallöner brukar i regel leda till högre köpkraft, vilket resulterar i ökad efterfrågan på samhällets varor och tjänster som leder till mera jobb och expanderad befolkningsmängd. Vilket resulterar i högre efterfrågan på boende (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

1.5.2 Objektsanalys

Likväl som orsanalysen görs objektsanalysen på ett givet område eller en given ort, den kan delas upp i tre steg. Först och främst ska området analyseras, dess tillgänglighet etcetera. Nästa steg är att undersöka fastighetens förutsättningar, alltså en jämförelse mellan likartade fastigheter för att se om skillnader i driftnettot förekommer bland konkurrenter. Det tredje och sista steget är att analysera hyresgästernas återstående kontraktstider och betalningsförmågor för att kunna göra en riskbedömning. Men går även in djupare på fastighetens drifts- och underhållskostnader, både de som existerar i nutid men även de som förväntas uppstå i framtiden (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

1.5.3 Due Diligence

Due diligence, eller företagsbesiktning, är en analysmetod för att samla in data om investeringsobjektet. Denna kan huvudsakligen delas in i fyra steg, nämligen; teknisk, juridisk, ekonomisk samt miljömässig due diligence (Fastighetsnytt, 2008, 3).

- Teknisk due diligence

Denna undersökning görs normalt av köparen och vid behov kan en konsult utföra denna. Syftet är att undersöka byggnadens tekniska egenskaper för att få reda på om fel och brister existerar. Analysen kan kort delas in i tre steg. Det första kan liknas med köparens undersökningsplikt enligt Jordabalken. Det andra handlar om köparens individuella intresse gällande byggnaden. Exempelvis om isoleringen är dålig, vilka fuktrisker det finns med mera. Syftet med det tredje och sista steget är således att analysera eventuella kostnader och vilka åtgärdsbehov som upptäcktes i de två tidigare stegen (Fastighetsnytt, 2008, 3).

- Juridisk due diligence

Innan ett rättvisande pris kan sättas på fastigheten krävs en undersökning av dess juridiska karaktär. Här undersöks vilka belastningar som finns på fastigheten såsom tomträttsavgäld, olika typer av servitut, pantbrev och liknande saker som kan påverka dess värde. Men även hur avtalen såsom hyresvillkor och dess kontraktstider ser ut för att kunna göra en bedömning om framtida vakanser (Fastighetsnytt, 2008, 3).

- Finansiell due diligence

Här tas det hänsyn till objektsinformation som till exempel redovisas i mäklarens beskrivning av fastigheten, det vill säga fastighetens kalkylunderlag. Denna typ av analys genomförs för att kunna kartlägga lönsamheten i investeringen och därigenom kunna sätta ett realistiskt värde. Informationen investeraren analyserar är av finansiella siffror likt inbetalningar såsom hyra samt utbetalningar i form av drift och underhåll (Fastighetsnytt, 2008, 3)

- Miljömässig due diligence

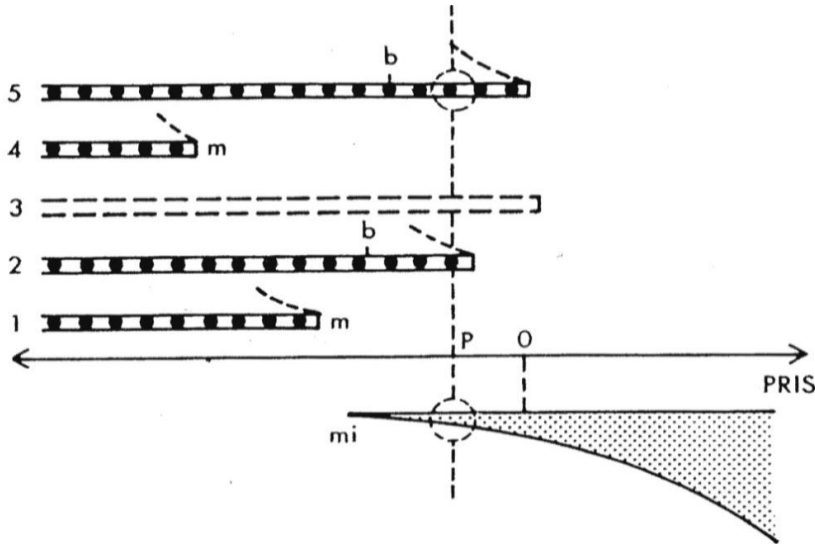
I denna del av analysen ska det läggas vikt på miljöfrågor rörande fastigheten som kan påverka värdet. En miljöinventering görs normalt sett för att se om det krävs några saneringsåtgärder eller om någon annan miljöbelastning förekommer (Fastighetsnytt, 2008, 3).

1.5.4 Prisbildning

Antag att det finns fem stycken potentiella köpare till en fastighet. Dessa fem investerare har alla olika individuella avkastningskrav, vilket betyder att köp endast kan ske om slutpriset på fastigheten hamnar inom dessa gränser eller krav. För att slutpriset ska hamna inom dessa gränser krävs det att säljarens individuella avkastningskrav understiger köparens. Med andra

ord att säljaren är villig att sälja till ett billigare pris än vad den högste köparen är villig att betala (Bejrums, Lundström, 1996). Figuren på nästa sida illustrerar situationen

Figur 3.2 Prisbildning

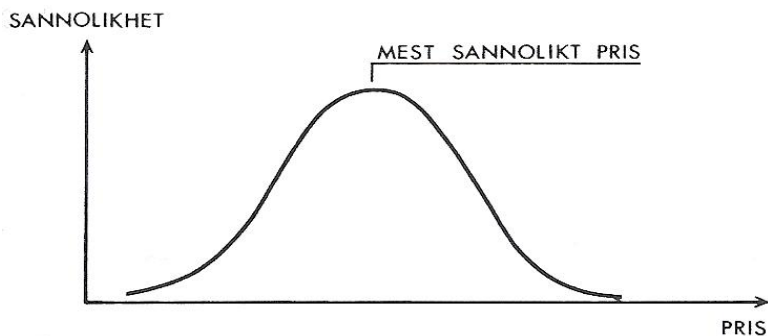


Källa: (Bejrums, Lundström, 1996, s. 144)

Som bilden beskriver är säljaren inte villig att sälja till billigare än mi (dennes lägsta avkastningskrav), han eller hon blir mera villig att sälja desto högre priset blir. Utav dessa fem köpare är nummer tre utesluten då denne saknar tillräcklig marknadsinformation. Nummer ett och fyra är ej villiga att betala det pris säljaren erbjuder som lägsta. Köpare två och fem lägger däremot var sitt bud (b), detta understiger dock säljarens lägsta pris och godtas ej. Det slutgiltiga priset (p) erläggs sedan av nummer fem och både köpare och säljare är nöjda då det låg inom bägges individuella avkastningskrav (Bejrums, Lundström, 1996).

Det har nu skett en försäljning och ett köp på fastighetsmarknaden. Låt oss säga att det sker tio stycken likartade affärer, då kommer ett värde eller slutpris kunnas uppskattas till det mest sannolika. Det är detta mest sannolika pris som utgör grunden för marknadsvärdet (Bejrums, Lundström, 1996). Se bilden nedan.

Figur 3.3 Marknadsvärde



Källa: (Bejrums, Lundström, 1996, s. 145)

3.3 Begrepp och värdepåverkande variabler

3.3.1 Grundinvestering

Det är den utbetalning som görs för att erhålla en tillgång i en investering (Bejrums, Lundström, 1996).

3.3.2 Driftnetto/nettoöverskott

En fastighets in- och utbetalningar ligger normalt spridda över tiden, då hyresgästerna vanligtvis betalar hyran en gång i månaden. Genom att subtrahera årets alla utbetalningar från inbetalningar får vi en differens vilket utgör ett inbetalningsöverskott, även kallat driftnetto. In- och utbetalningarna placeras i beräkningarna i slutet av året, alltså det första driftnettot kommer att placeras i slutet på år ett. Att driftnettot hamnar vid denna tidpunkt medför att det inte belyser fastighetens avkastning helt enligt verkligheten. Metoden är ändå tillfredsställande att använda i värderingssammanhang då den har samma svagheter i varje investering (Yard, 2001).

$$\text{Inbetalningsöverskott} = I - U$$

I = inbetalning

U = utbetalning

3.3.3 Kalkylränta

Eftersom inbetalningsöverskottet består av in- och utbetalningar över ett år, vilka i realiteten är utsprida över tiden får detta förenklade värde en viss felmarginal. Detta beror delvis på ett ständigt rörligt valutavärde, men även risken för investerat kapital då investeraren aldrig helt säkert vet vad framtiden visar. Den sistnämnda meningen speglas av begreppet, en krona idag är mer värd än en krona imorgon. Detta betyder att investeraren avsätter kapital gentemot en viss kompensation, vilket betyder en riskpremie eller en premie för dennes alternativkostnad (Yard, 2001).

För att släta ut metodens ojämnheter vid illustreringen till verkligheten kan vi lägga till en ränta, så kallad kalkylränta. Denna ränta gör att vi på ett smidigt sätt kan komma närmare verkligheten med vår kalkylmässiga uträkning. Kalkylräntan gör det då möjligt att studera våra inbetalningsöverskott över tiden och samtidigt ta hänsyn till ovanstående parametrar såsom inflation, risk och ränta (Yard, 2001).

Bejrums, Lundström (1996) tillägger att kalkylräntan kan förändras i investeringens olika skeden, om detta krävs för att få en tydlig bild av verkligheten. Kalkylräntan är uppbyggd för var investerarens specifika situation och strategi. Genom att införa kalkylräntan i uträkningen blir resultatet mer överens med verkligheten, då räntan består av antagna men realistiska faktorer. Vid bestämning av dessa faktorer är det dock mycket viktigt att jämföra beståndsdelarna, såsom alternativkostnad och risk med liknande investeringar (Bejrums, Lundström, 1996).

$$(1+Rn)=(1+rr)(1+q)(1+Ri)$$

Rn= Nominell kalkylränta
rr= Real kalkylränta
q= inflation
Ri= risk

3.3.4 Restvärde

Om det vid en kalkylperiods slut kvarstår ett marknadsvärde i en investering benämns detta som restvärde, det vill säga om den ekonomiska livslängden överstiger kalkylperioden kvarstår ett restvärde (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008). Om kalkylen är beräknad på eget kapital och det vid kalkylperiodens slut återstår en låneskuld, måste denna skuld dras bort från försäljningspriset för att erhålla restvärdet. Det är även viktigt att dra av skatten från försäljningspriset för eventuell realisationsvinst om skatten är inkluderad i kalkylen (Bejrums, Lundström, 1996).

3.3.5 Direktavkastning

Vid beräkning av direktavkastning sätts inbetalningsöverskottet i relation till marknadsvärdet. Direktavkastningen beskriver den förräntning investeraren får på fastighetens totala kapital eller marknadsvärde.

$$P_{dt}=(H-D-U)/(F)*100$$

H hyra, D drift, U underhåll, F marknadsvärde eller fastighetens totala kapital (Bejrums, Lundström, 1996, s. 112)

3.3.6 Värdepåverkande variabler

Enligt Persson (1980) kan värdet beskrivas som en funktion av $X_1 X_2 X_3 X_4 \dots X_n$ där X är olika värdepåverkande variabler. Dessa kan i stora drag indelas i tre rubriker: direkt fastighetsanknutna, marknadsanknutna och världsanknutna faktorer. Betts & Ely (2005) talar om fyra övergripande faktorer som påverkar priset: tillgänglighet, sällsynthet, efterfrågan och förmågan att byta ägare.

Texten nedan kommer att behandla de faktorer som i särdrag är de som har den största värdepåverkan på fastigheter.

Läget - Enligt Persson (1980) har läget en avgörande roll i värderingen.

Enligt Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008) är läget den mest viktiga prispåverkande variabeln för kommersiella fastigheter. Värdet påverkas dels av både den geografiska placeringen såväl som områdesknutna faktorer. De områdesknutna faktorerna är faktorer som tillgänglighet och miljön i övrigt, till exempel trafikstörningar, buller etcetera.

Hyra - I Sverige påverkas inte hyressättningen fullt ut av läget då hyran sätts efter bruksvärdesprincipen (gäller dock endast hyreshus och inte lokaler). Detta gör att läget i sig inte påverkar nettoöverskottet i full utsträckning men det kan skapa ett individuellt värde som inte är anknutet till driftöverskottet för investerare. Faktorer i hyran som påverkar värderingen är däremot om hyresintäkterna är marknadsmässigt justerade, den återstående löptiden på hyreskontrakten, den förväntade framtida hyran, vakansgraden samt hyresgästernas betalningsförmåga. (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Mikroekonomiska faktorer - Persson (2008) talar här om marknadsanknutna faktorer . Alltså mikroekonomiskt anknutna faktorer som styrs av utbud och efterfrågan.

Likviditet - Förmågan att byta ägare, eller likviditeten, beskriver vilken omsättning av hyreshus det är på fastighetsmarknaden, detta kan tänkas vara extra viktigt för en kortsiktig investerare (Betts & Ely, 2008). Om det är lättare att bli av med fastigheten vid en eventuell försäljning påverkas också värdet positivt av detta, alltså en hög likviditet har en positiv inverkan på företagets värde (Artikel 1-1:1998).

Fastighetsrelaterade - Finns det möjlighet att i framtiden expandera med ny bebyggelse eller anläggning? Hur ser detaljplanen ut? Hur stor areal täcker fastigheten? Är det möjligt att genomföra en ombildning? Det är viktigt att inte endast kolla på externa faktorer då det finns många interna som kan påverka priset. Om det i fastigheten finns en stor tomtareal som i framtiden kan bebyggas kan detta öka fastighetens värde avsevärt, men även områden som visat sig vara lämpliga för ombildning har visat sig ha en positiv prispåverkan på kommersiella flerbostadshus (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Avkastning – enligt Fastighetsnytt (2008, 4) kan avkastningen delas in i två kategorier. Dessa består av den direktavkastning fastigheten genererar samt dess värdeutveckling. Direktavkastningen anses vara relativt stabil över tiden. Värdeutvecklingen eller värdet förändringen är däremot direkt beroende av hyresnivån, förvaltningskostnader samt förändringar i avkastningskravet. Detta innebär således att värdet förändras i takt med att förväntningarna om framtiden förändras. En sådan förändring kan vara att området blir mera attraktivt vilket i sin tur ökar värdet på den befintliga fastigheten (Fastighetsnytt, 2008, 4)

3.4 Värdering och finansiering

3.4.1 Värderingsmetoder

För att få en rättvis bedömning av marknadsvärdet måste detta sättas i relation till någon annan typ av betalningsström eller kapitalvärde. I huvudsak finns det en metod i fastighetsvärdering som vanligtvis jämförs med marknadsvärdet, nämligen det individuella avkastningsvärdet (Bejrums, Lundström, 1996)

Beroende på om fastighetens marknadsvärde eller individuellt avkastningsvärde söks styrs också valet av värderingsmetod efter detta (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Värderingsalternativet ger ett värde som symboliserar ett mycket centralt begrepp i ett investeringsbeslut. Marknadsvärdet utgör försäljningspriset som kan tänkas erhållas genom en generell fastighetsaffär. Informationen i denna metod berättar vilket marknadspris som föreligger (Fastighetsnytt, 2008, 2). Bejrums, Lundström (1996) definierar marknadsvärdet som *”det mest sannolika priset vid en försäljning”* (Bejrums, Lundström, 1996, s.139).

Avkastningsvärdet ger oss information om framtida avkastningar från fastigheten. Detta är i stor omfattning ett mycket individuellt värde, vilket betyder att dess vikt ligger i investerarens händer, det vill säga hur han/hon planerar sitt framtida ägande. Denna metod ger oss data vilken skildrar hur bra fastigheten tillfredställer investerarens behov. Därigenom kan en tolkning göras om vilket pris som är mest rimligt (Fastighetsnytt, 2008, 2).

Till skillnad ifrån marknadsvärdet som är objektivt är avkastningsvärdet subjektivt, alltså det styrs helt och hållet av faktorer som utgår ifrån en specifik individ. Med hjälp av avkastningsvärdet kan investeraren beräkna om fastigheten kan ge tillräcklig avkastning i förhållande till dess marknadsvärde (Bejrums, Lundström, 1996). Det styrs av en rad olika faktorer såsom framtida storlek på avkastning och dess utveckling (Persson, 1980).

Ortsprismetoder

Enkelt kan ortsprismetoden förklaras av vad den fria marknaden är villig att betala för en viss fastighet (Persson, 1992). Den är bra då fastighetens marknadsvärde ska bedömas. Ortsprismetoden bygger på jämförelser med likartade fastigheter vilket gör att den ibland kan vara lite missvisande då inga fastigheter är identiska (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Kr/kvm bruksarea – en enkel metod som tar hänsyn till bruksarea och köpeskillning för att räkna fram priset per kvadratmeter (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008). Problem med denna metod kan vara vad som anses och innefattas av bruksarea, men även att uppmätta uppgifter inte stämmer. Den tar inte heller hänsyn till fastighetens standard och skick vilket kan ge missvisande resultat (Fastighetsnytt, 2008, 2).

Tabell 3.1: Kr/kvm bruksarea

Fastighet	Bruksarea (kvm)	Köpeskillning (KKR)	Pris/kvm (kr)
A	1 000	3 750	3 750
B	1 350	5 420	4 040
C	900	3 200	3 560
D	1 460	6 500	4 450
E	1 250	4 800	3 840
F	1 420	5 700	4 010
		Medeltal =	3940

Källa: (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008, s.141)

- Pris per kvm = Köpeskillning/Bruksarea
- Värdet på fastighet = Bruksarea* Pris/kvm

Värdet på en fastighet vars bruksarea är 1500 kvm blir följande: $1500 \cdot 3\,940 = 5\,910$ TKR (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008)

Direktavkastningsmetoden - Metoden bygger på att investeraren värderar fastigheten utifrån dess driftnetto. Driftnettot ska utgöras av skillnaden mellan marknadshyresintäkterna och kostnaderna. Kostnaderna består av drift, underhåll, fastighetsskatt samt eventuella avgifter såsom tomträttsavgift. Detta driftnetto ska sedan divideras med ett direktavkastningskrav för att få fram ett värde (Artikel 2003-1-1).

Det är viktigt att inte faktiskt driftnetto används då detta ger ett missvisande resultat, antingen för högt eller för lågt. Exempelvis om hyran skulle vara satt under marknadshyran skulle detta leda till att det faktiska driftnettot är lägre än det marknadsmässiga. Detta skulle få konsekvensen att värderingsmetoden skulle ge ett helt missvisande resultat (Fastighetsnytt, 2008, 2).

Det är viktigt att värderaren undersöker vilken data direktavkastningen är framräknad och baserad på. Till exempel ger ett direktavkastningskrav där avskrivningen är invägd ett helt annat resultat än ett direktavkastningskrav där avskrivningen är exkluderad. Det gäller även att vara kritisk till hur nettoöverskottet är bedömt. Frågor värderaren bör ställa sig är: hur ser återstående hyreskontrakt ut? Hur bedöms den framtida hyresutvecklingen? Hur ser ränteläget ut? Är vakansgraden stabil? (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Direktavkastningen bör vara cirka två procentenheter lägre än kalkylräntan, detta för att inflationen schablonmässigt ligger på två procent. Om en högre eller lägre värdeutveckling motiveras än inflationen ska denna siffra istället användas (Fastighetsnytt, 2008, 2).

Tabell 3.2 Samband

Inflation	Kalkylränta	Värdeförändring	Direktavkastning
0%	5%	-1%	6%
2%	6%	2%	4%
3%	7%	4%	3%

Källa: (Fastighetsnytt, 2008, s. 287)

Tabellen ovan illustrerar sambandet mellan inflation, kalkylränta, värdeförändring samt direktavkastning.

En fastighet vars marknadsmässiga nettoöverskott är 250 000 kronor och med ett direktavkastningskrav på 4 % skulle få följande värde enligt direktavkastningsmetoden:
 $250\,000/0,04 = 6\,250\,000$ kronor.

Nyproduktionsmetoden - Då en investerare överväger om vilket som är mest lönsamt att bygga nytt eller förvärva en befintligt bebyggd fastighet kan nyproduktionsmetoden vara aktuell (Bejrums, Lundström, 1996). Den kan förklaras som kostnaden för att bygga nytt plus markkostnaden. Denna metod kan i många fall utgöra en grund för investerarens marknadsvärdesbedömningar, och är således viktig i prisbildningsprocessen (Fastighetsnytt, 2008, 2).

Det som bör finnas i baktanke vid värdering av ortsprismetoden är att hyror och driftnetto kan avvika ifrån de marknadsmässiga. Det kan även förekomma att köpeskillingen avviker ifrån vad den borde ha gjort, exempelvis om en köpare bjuder högt över marknadsvärdet då denne värderar fastigheten efter individuella parametrar (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

3.4.2 Finansiering

Finansiering – Kapitalstrukturen utgörs av relationen mellan eget kapital och skulder (Löfsten, 2007). Enligt Berk, DeMarzo (2007) kan en optimal relation uppnås mellan företagets skulder och eget kapital för att maximera värdet. Det kan således vara lönsamt att öka skuldsättningsgraden. Modigliani & Miller utvecklade två teser, proposition I och II (Löfsten, 2007). Proposition I säger att företaget värde är oberoende av skuldsättningsgraden, värdet är alltså beroende av tillgångarna och påverkas inte av finansieringen. Proposition II säger att kostnaden för eget kapital är beroende av kostnaden för totalt kapital, kostnaden för främmande kapital och skuldsättningsgrad (Wramsby, Österlund, 2007). Formeln för denna uträkning lyder således:

$$R_e = R_t + (R_t - R_s) * S/EK$$

Re = Räntabilitet på eget kapital
Rt = Räntabilitet på totalt kapital
Rs = Räntesats
S = Skulder
EK = Eget kapital

Denna formel, även kallad hävstångsformeln kan enligt Wramsby, Österlund (2007) delas in i två komponenter. Den ena komponenten, Rt, är beroende av företagets verksamhet. Den uppger företagets affärsrisk och stiger i takt med ökad risk. Den andra komponenten, $(Rt - Rs) * S/EK$, är beroende av företagets skuldsättningsgrad. En högre skuldsättningsgrad leder alltså till ett högre avkastningskrav på eget kapital eller Re. Denna risk kallas finansiell risk (Wramsby, Österlund, 2007).

Modigliani & Millers propositioner bygger på följande antaganden enligt Löfsten (2007, s.239):

- *”investerare har samma förväntningar,*
- *företagen har samma affärsrisk,*
- *eviga betalningsströmmar,*
- *perfekta kapitalmarknader, dvs. perfekt konkurrens, investerare och företag kan låna och låna ut på samma gång, perfekt information och inga transaktionskostnader”.*

Enligt Wramsby, Österlund (2007) kan Modigliani & Millers propositioner räknas med respektive utan hänsyn till bolagsskatt. Enligt Modigliani & Millers proposition utan hänsyn till bolagsskatt är värdet på ett företag oberoende av skuldsättningsgraden, det är endast investeringsverksamheten som har en inverkan på värdet. Men de kom även fram till slutsatsen att då hänsyn till bolagsskatt tas ökar värdet i takt med ökad skuldsättningsgrad, eller som formeln lyder:

$$VM = Vu + (Sb * S)$$

VM = Värdet av ett företag med skuldsättning
Vu = värdet av ett företag utan skuldsättning
Sb = Skattesats
S = Skulder

För att räkna fram RWACC med hänsyn till bolagsskatt måste denna inkluderas i avkastningskravet för det egna kapitalet. Uträkningen blir enligt Wramsby, Österlund (2007) således:

$$Re = Rt + (Rt - Rs) * S/EK * (1 - Sb)$$

Eftersom en fastighet finansieras med eget kapital såväl som lånat kapital bör en vägd kalkylränta räknas ut, så kallat RWACC (Weighted Average Cost of Capital), för att få ett

rättvisande värde. Metoden bygger på en kombination mellan kostnad för lånat kapital och avkastningskrav på eget kapital. Företagets eller fastighetens värde maximeras då RWACC minimeras (Wramsby, Österlund, 2007).

$$RWACC = (S/TK) * R_s + (EK/TK) * R_e$$

S – Skulder

TK – Totalt kapital

R_s – Räntesats

EK – Eget kapital

R_e – Avkastningskrav eget kapital

Källa: (Wramsby, Österlund, 2007)

3.5 Sammanfattning Teori

Värderingen av en fastighetsinvestering styrs till stor del av investerarens egna preferenser, det vill säga vad han/hon har för strategi. Strategin är ytterst individuell och har en stark inverkan på prisbildningen. Strategierna kan omfatta allt ifrån placeringshorisont till planer för hur fastigheten ska förvaltas. Den tekniska utformningen är således viktig, samt möjligheterna till att förädla objektets värde. Olika strategier har också olika riskdiversifieringar, vilka kan spridas på olika sätt.

Enligt teorierna finns det två sätt att fastställa en fastighets värde, marknadsvärdet samt det individuella avkastningsvärdet. Dessa två värden skiljer sig dock inte helt ifrån varandra då avkastningsvärdet alltid förhåller sig till marknadsvärdet. De båda metoderna kan därför användas för att ge ett bra värderingsunderlag till en fastighetsinvestering.

För att skapa sig en uppfattning om fastighetsmarknaden samt bilda ett stabilt underlag för värderingen måste en marknadsanalys göras. Denna kan delas in i tre steg:

- Omvärldsanalys
- Ortsanalys
- Objektsanalys

Utöver denna trestegsanlys kan en due diligence, eller företagsbesiktning, göras på det enskilda investeringsobjektet. Syftet med denna är att skapa ett relevant värderingsunderlag.

I värderingssammanhang behandlas det massa olika metoder vars syfte är att beskriva verkligheten på ett rättvisande sätt. Dessa metoder innehåller olika begrepp, exempelvis grundinvestering, inbetalningsöverskott, kalkylränta, restvärde och direktavkastning. Dessa begrepp innehåller information baserad på allt ifrån investeringens storlek till risk.

Vid en värdering av en fastighet finns det en rad olika variabler som påverkar värdet. Funktionen $X_1X_2X_3X_4\dots X_n$ beskriver dessa bra där varje X är en värdepåverkande variabel. I uppsatsen behandlar vi de begrepp som är mest förekommande i den litteratur vi har studerat, och den mest värdepåverkande variabeln tycks vara läget. Det ska dock påpekas att detta är endast en av många som existerar.

Prisbildningsprocessen på en fastighetsmarknad kan kort beskrivas som en process där köpeskillingen bör hamna inom både köparens och säljarens individuella avkastningskrav. Det vill säga det får inte hamna under säljaren lägsta tänkbara pris, och inte heller vara över köparen högsta tänkbara pris. Utan ett rationellt pris däremellan bör mötas. För att fastställa detta pris bör då en grundläggande värdering av objektet göras. Detta kan som tidigare nämnt bestämmas antingen via marknadsvärdet eller det individuella avkastningsvärdet.

Metoder för beräkning av marknadsvärdet bygger på antaganden utifrån information inhämtad direkt ifrån marknaden. Detta kan vara alltifrån taxeringsvärde till marknadshyran. Metoderna för det individuella avkastningsvärdet bygger däremot på den enskilda investerarens preferenser. Till exempel om en fastighetsägare äger ett flertal fastigheter i samma block, är möjligheten stor att han/hon värderar en eventuell fastighet till försäljning utifrån detta.

I den litteratur vi har studerat behandlas det en rad olika modeller som är framtagna för att beräkna värdet på en fastighet. Det som modellerna ofta inte tar hänsyn till och som vi saknar är investerarens strategi. Vi anser att detta ligger till grund för hela investeringen och bör därför ha en större uppmärksamhet i modellerna. Investerarnas olika strategier kan skilja sig allt ifrån olika tidshorisonter i sina förvärv till andra preferenser som olika fastighetstyper.

4. Empiri

4.1 Wennerholm

Fredrik Wennerholm är fastighetsägare och delägare i Wennerholm Fastighetsförmedling. Företaget grundades 1966 och har sitt kontor i Frösakull. Wennerholm investerar uteslutande endast i Halmstad kommun och äger idag runt 450 stycken lägenheter, och har sedan uppstart gjort runt 20 stycken förvärv. Deras största bestånd består av hyreslägenheter. Fastigheterna är belägna både i Frösakull samt inom stadskärnans ramar. Han anser att fastighetsmarknaden i Halmstad idag är övervärderad, detta på grund av många starka aktörer.

4.1.1 Strategi

Deras strategi bygger på ett långsiktigt perspektiv med en investeringshorisont på minst tio år. Vid ett förvärv anser Fredrik det är viktigt att se en potentiell uppsida i fastigheten. Investeringen ska generera en årlig direktavkastning samtidigt som en förädling av dess värde ska vara möjlig. Detta kan ske genom antingen hyresförhandlingar eller renovering som ökar bruksvärdet. Han tillägger dessutom att en eventuell renovering är avdragsgill i deklarationen.

Fredrik berättar att den tekniska utformningen, exempelvis fasad, stomme, grund etcetera, har en stor vikt i köpbeslutet. Men det som har den avgörande beslutskraften är att det måste finnas potential till förädling av fastighetens värde samt möjlighet till en god förvaltning. Med god förvaltning menar Fredrik att det ska gå att driva på ett effektivt sätt då de tillhandahåller ekonomisk såväl som teknisk förvaltning internt. Wennerholm föredrar således att investera i block, dock inte alla i ett och samma område. Han anser inte heller att storleken på objektet har någon större betydelse, så länge fastigheten visar sig vara lönsam menar han att investeringen är bra.

Utöver detta är det viktigt att fastigheten är belägen i rätt strategiskt läge. Beroende på fastighetens ändamål, det vill säga om det är hyreslägenheter, lokaler eller bådadera påverkas också kriterierna för läget efter detta. När det gäller lokaler berättar Fredrik att det är viktigt att dessa är belägna inom vissa distrikt i stadskärnan eftersom det är där de genererar högst avkastning i förhållande till risken. Han berättar vidare att i Halmstad råder det en bostadsbrist och placeringen av hyreslägenheter är således inte lika viktig. De har dock vissa områden som är mer prioriterade än andra, då deras strategi bygger på att investera i block. Fredrik berättar om en trestegsmodell i deras strategi. Först och främst kollar de på om fastigheten genererar avkastning. Efter detta undersöker de om det är möjligt att förädla dess värde och till sist om läget matchar deras önskemål. Hur objektet stämmer överens med deras strategi anser Fredrik har stor inverkan på värderingen.

4.1.2 Marknadsanalys

Wennerholm gör ingen ingående studie av makroekonomiska variabler. De studerar dock alltid ränteläget innan förvärv då de har en helt rörlig ränta. Han tillägger att det är svårt att få kalkylen lönsam med en bunden ränta då den blir för hög. Därmed spelar också konjunkturen indirekt in. Hyresintäkter och kostnader berättar Fredrik väntas stiga i takt med inflationen, som generellt stiger med två procent per år.

Vidare studier på lokal marknad inhämtas kontinuerligt då de är ett etablerat företag i Halmstad. De gör därför inga specifika undersökningar om Halmstads fastighetsmarknad innan investering, utan de har hela tiden koll på utbud och efterfrågan. Men även vilka områden som är populära, detta är extra viktigt på marknaden för uthyrning av lokaler.

Han anser att det är av större betydelse att lägga vikten av analysen på investeringsobjektet i sig. I denna analys undersöks fastighetens tekniska, juridiska samt finansiella egenskaper. Den tekniska undersökningen utförs av intern kompetens och de tar sällan hjälp av externa besiktningsmän. De undersöker fastighetens kvalitet och funktionalitet för att upptäcka eventuella fel och brister. Om sådana existerar måste det vidare göras en bedömning om vad åtgärderna för detta kan kosta.

I den juridiska analysen analyseras bland annat hyreskontrakten, vad det är för typ av hyresgäst, dess betalningsförmåga samt återstående kontraktstider. Men även andra aspekter som om fastigheten är belastad med rättigheter, om det finns hyresförhandling, detalj- och fastighetsplan. När det gäller lokaler kontrolleras det vem som bär ansvaret för underhåll, allt för att hålla kostnaderna nere.

I den finansiella analysen studerar de inbetalningar och utbetalningar. Av tidigare erfarenheter berättar Fredrik att de kostnader som framgår i prospekten ofta är lågt tilltagna och måste därför justeras upp. Han tillägger att de schabloniserade driftkostnaderna brukar ligga på mellan 200-250 kronor per kvadratmeter, men i realiteten ligger de faktiska på minst 400 kronor per kvadratmeter. Vissa prospekt behöver därför justeras för att bli verklighetstroga för att få en rättvisande kalkyl.

Gällande miljöinventering har Wennerholm aldrig utfört någon sådan vid ett förvärv, då de anser det är en extrakostnad.

4.1.3 Värdepåverkande variabler

Fredrik anser att läget är den variabel som påverkar värdet mest. Han menar att en omsättning av hyresgäster i ett hus medför stora kostnader, och att vissa områden i Halmstad har en avsevärt högre omsättning på hyresgäster än andra områden. Han påpekar dock att vakansgraden är ytterst liten på de flesta områden och han ser därför ingen risk att lägenheter ska få stå tomma. Att det finns parkeringar inom stadskärnan anses viktigt då det påverkar värdet på fastigheterna som har lokaler. Detta för att de kunder som besöker den verksamhet som bedrivs i lokalerna efterfrågar lättillgänglighet. Parkeringsplatserna ökar alltså köpkraften inom stadskärnan och på så sätt kan fastighetsägarna ta ut högre hyror på befintliga lokaler.

Fredrik berättar även att nybyggen driver upp värdet på befintliga fastigheter eftersom hyran på nybyggen förhandlas till ett högre pris. Denna differens gör det enklare för befintliga fastigheter i området att förhandla upp hyran i nästa hyresförhandling och på så sätt öka dess värde.

Förvaltningen anses ha en stor betydelse för fastighetens värde. Genom att ha en bra produkt, det vill säga en fastighet som förvaltas väl skapas också nöjda hyresgäster. Dessa har en benägenhet att flytta mindre samt att de som hyr lokal oftast är lättare att förhandla med och en högre hyra kan därmed uppnås.

Fredrik anser att efterfrågan har en stor betydelse i prissättningen. Han tillägger dock att Halmstads fastighetsmarknad är väldigt populär med en stabil efterfrågan, och är därför inte orolig för att denna ska svikta.

Variabler såsom tekniska egenskaper och ålder har stor betydelse för värdet och återspeglar deras strategi då denna är av långsiktig karaktär. Till exempel har en tegelfasad mycket lägre underhållskostnader än en träfasad då en tegelfasad är praktiskt taget underhållsfri. Gamla hus som sekelskifteshus har i regel ingen hiss och har stora lägenheter med högt i tak. De stora ytorna i lägenheterna leder till att antalet hyreskronor per kvadratmeter blir lägre och därmed mindre lönsamma än modernare byggnader. Volymerna på lägenheterna medför stora uppvärmningskostnader samt att de är i regel dåligt isolerade. Vissa av dem kan även vara kostsamma att förädla då de kan vara kulturmärkta vilket i sin tur begränsar befogenheten i att renovera. Wennerholm anser att fastighetens värde ökar om en möjlighet för utbyggnad finns, exempelvis har de ett projekt på gång i Frösakull på en sedan länge tillbaka ägd fastighet.

4.1.4 Värdering

Innan Fredrik fastställer ett ekonomiskt värde undersöks fastighetens tekniska egenskaper. Detta för att skapa ett helhetsintryck för att kunna möjliggöra om det finns en lönsamhet i objektet. Wennerholms kollar främst om renoveringar är genomförda som kan leda till höga kostnader såsom stambyte. Utöver detta undersöks husets övriga tekniska egenskaper så att dessa matchar deras strategi.

Efter detta undersöker de husets kassaflöde, det vill säga intäkter och kostnader. De kontrollerar om de siffror som framgår i prospektet är marknadsmässiga och sanningsenliga. Med marknadsmässiga menar Fredrik att hyran ska stämma överrens med den hyra som råder på liknande fastigheter i området. Han anser även att en hyrespåverkande variabel är den genomsnittliga ytan på lägenheterna, då små lägenhetsytor leder till en högre hyra sett till kronor per kvadratmeter. Då detta är ett A-läge i Halmstad med en genomsnittyta på 60 kvadratmeter och en hyra på 1040 kronor per kvadratmeter anser han denna är lite låg. Hyran bör istället vara 1150 kronor per kvadratmeter med tanke på läget, genomsnittytan och lägenheternas beskaffenhet. Med sanningsenliga kostnader förklarar han vidare att dessa måste sättas i relation till fastighetens skick. Eftersom det är förhållandevis nya kapitalvaror, fjärrvärmesystem, renoverade WC, nylagda golv och tegelfasad bör drift och underhållskostnader ligga på dryga 325 kronor per kvadratmeter. Dessa måste alltså justeras upp från den schabloniserade på 280 kronor per kvadratmeter.

För att sedan kunna sätta ett värde på fastigheten är det grundläggande att ett avkastningskrav sätts. Detta bestäms utifrån den aktuella marknadsräntan och Wennerholms kollar därför på STIBOR:s 90 dagars ränta. Han utgår från STIBOR-räntan och lägger i dagsläget till en procentenhet för att få fram den ränta han får låna pengar av på banken. På detta adderar han 1,5% som ersättning för risk och krav på avkastning. Eftersom STIBOR-räntan i dagsläget är 2,5% blir således deras avkastningskrav 5 % (2,5+1,0+1,5).

Värdet på fastigheten enligt Bilaga 5 blir alltså:

Intäkter: $1150 \cdot 1200 = 1\,380\,000$

Drift och underhåll: $325 \cdot 1200 = 400\,000$

Driftnetto = $1\,380\,000 - 400\,000 = 980\,000$

Driftnettot dividera sedan med avkastningskravet för att uppnå ett värde.

$980\,000 / 0,05 = 19\,600\,000$

För att få ett bredare perspektiv på denna siffra dividerar han den med den totala ytan för att uppnå kronor per kvadratmeterpris vilket då blir 16 333 kr. Detta anser han är rimligt och kan inte tänka sig att betala ett högre pris då fastigheten är förhållandevis fullförädlad. Han förklarar dock att om det hade funnits större möjligheter att förädla genom att få ut mer boarea hade han kunnat tänka sänka sitt avkastningskrav och därmed betala ett högre pris.

Wennerholms förräntningskrav på en fastighet enligt Bilaga 5 är 10 %, detta är dock ingen fast gräns utan kan ändras beroende på ränteläge och typ av fastighet.

4.2 Fastighetsstaden

Fastighetsstaden är ett lokalt förankrat fastighetsbolag som drivs av bland annat Greger Petersson. Vi har intervjuat Greger som har sysslat med fastighetsaffärer i över fyrtio år och var med och startade upp Fastighetsstaden 1960. De har sedan dess gjort runt 100 förvärv och äger runt 20-tal fastigheter till ett sammanlagt värde på 750 miljoner kronor. Greger ser idag Halmstads fastighetsmarknad som väldigt het, alltså övervärderad.

4.2.1 Strategi

Fastighetsstadens investeringshorisont är huvudsakligen långsiktig men det har även förekommit en del kortsiktiga investeringar. Detta då de ser en stark potential på värdeutveckling inom de fem kommande åren. Då en kortsiktig investering är aktuell menar han att det gäller vara extra säker på att strategin kommer att fungera. Detta för att ett stort risktagande tas då den inte är köpt i ett långsiktigt ägarperspektiv. Greger anser att ett stort risktagande görs eftersom värderingen är baserat på kortsiktig tidshorisont.

Fastighetsstaden tycker att det är väldigt viktigt att fastigheterna går att förädla genom att öka värdet samt att det ska finnas en utvecklingsmöjlighet i dem. Med detta menar Greger att finna lösningar för att sänka kostnaderna genom till exempel energieffektivisering.

Greger berättar att investeringarna ska vara diversifierade, det vill säga risken ska vara spridd i olika områden. Vilket fungerar utmärkt då han köper in den tekniska förvaltningen från ett utomstående bolag. Investeringarna ska även helst vara av en speciell fastighetstyp, med detta menar Greger att en god teknisk kvalitet är önskad.

Vissa områden prioriteras bättre än andra, detta kan bero på allt ifrån områdets läge till typ av hyresgäster och verksamhet. Fastighetstypen ska vara av hus med hög kvalitet. Bestånd med puts- träfasad, platta tak etcetera är därför uteslutna. Fastighetsstaden investerar huvudsakligen i gamla hus med hög kvalitet eller nya moderna hus. Detta för att fastigheterna i mellanspannet ofta har en bristande kvalitet där det är svårt att hålla nere kostnaderna.

Greger berättar att priset han är villig att betala till stor del sätts av hur fastigheten matchar deras strategi.

4.2.2 Marknadsanalys

Fastighetsstaden gör ingen utförlig makroekonomisk analys. Detta till största del för att de binder 2/3 av sina lån och har 1/3 rörlig.

Fastighetsstaden gör ingen analys av den lokala marknaden innan förvärv då de sedan 1960-talet är etablerade i Halmstad, och har således bra marknadsuppfattning.

Greger berättar att i takt med ökad lagfartsavgift till 4,25 % har också andelen fastighetspaketeringar ökat. Paketeringen medför att vid försäljning av en fastighet överlåts ett aktiebolag istället för en fastighet. Vid överlåtelser av aktiebolag är offentliggjord information begränsad, det vill säga information om köpeskilling och övriga uppgifter om fastigheten. Detta begränsar övriga investerare att inhämta data om tidigare fastighetsförvärv runt om i Halmstad. Detta kompenserar Fastighetsstaden genom att ha sparat gamla objektsbeskrivningar om alla fastigheter som de tidigare analyserat för att kunna se hur de tänkt och gått till väga vid tidigare beslut.

De gör en mer ingående analys utav det enskilda investeringsobjektet. Greger berättar att var fastighet i sig är unik och kräver därför en separat djupgående analys för att kunna bilda sig en uppfattning om dess värde. Det som analyseras är dels tekniska, juridiska, finansiella samt miljömässiga egenskaper. Den tekniska undersökningen utförs av besiktningsmän vilka är

specialiserade inom områden bestående av byggteknik, el, ventilation samt vatten och sanitet. Dessa besiktningsmän ansvarar dock aldrig för fel och brister såvida de ej handlat vårdslöst.

Den juridiska analysen genomförs av bolagets egen jurist. I denna analys undersöker juristen hyresgästers återstående kontraktstid och deras betalningsförmåga. Han kontrollerar även att fastigheten är hyresförhandlad samt gör en identitets- och behörighetskontroll på säljaren. Även detaljplan och andra belastningar undersöks innan köpet.

De analyserar all data som anges i objektsbeskrivningen samt den information säljaren lämnar gällande fastighetens intäkter och utgifter. Först och främst undersöker de om lämnad information är realistisk, om inte görs en noggrann analys av tänkbara kostnader.

Med den informationen som är insamlad jämför de i slutändan positiva och negativa faktorer för att väga dessa mot varandra och sedan göra en bedömning av vad som väger tyngst.

Fastighetsstaden gör alltid en miljöinventering på befintlig mark för att inte oanade kostnader i form av saneringar och liknande ska uppstå.

4.2.3 Värdepåverkande variabler

Greger pekar på att läget är en central värdepåverkande variabel. Detta just för att läget har en viktig del i strategin, och att vissa distrikt är mera prioriterade än andra för Fastighetsstaden. Hyran samt drift- och underhållskostnader styr också priset i stor grad och dessa tre tillsammans utgör driftnettot. Genom att antingen öka hyresintäkterna via hyresförhandlingar eller sänka drift- och underhållskostnader via kostnadseffektivisering, kan de också påverka fastighetens värde.

Utbud och efterfrågan påverkar en stor del av fastighetens värde. Greger berättar att i Halmstad finns det alldeles för stor efterfrågan i förhållande till utbud, och priserna har därför haft en stark utveckling den senaste tiden. Även efterfrågan på hyresrätter och lokaler styr priset då detta sjunker ökar vakansgraden som i sin tur påverkar fastighetens värde negativt.

Typ av fastighet och dess kvalitet är viktigt för deras strategi och därmed direkt värdepåverkande. Just kvalitén är viktig då den påverkar restvärdet och avskrivningarna som i sin tur är en kostnad.

Greger tycker att investeringens belåningsgrad har betydelse om fastigheten är paketerad på grund av skattemässiga skäl. Fastighetsstaden tar således inte hänsyn till belåningsgradens storlek i värderingen om fastigheten inte är paketerad.

4.2.4 Värdering

Greger kollar först och främst på fastighetens byggår och andra viktiga genomförda renoveringar. Viktiga faktorer är stambyte, WC, kök, tak, fönster och fasad som kan kosta pengar vid ett eventuellt renoveringsbehov. Vidare undersöker han om hyresintäkter, drift och underhållskostnader är marknadsmässiga och sanningsenliga. Eftersom det föreligger en förhandlingsordning anser Greger det inte finns någon uppsida på hyresintäkterna, och dessa ska därför inte justeras. Drift och underhållskostnader är schabloniserade och därför felaktiga på grund av fastighetens skick. Detta grundar han på att ingen tilläggsisolering är genomförd, nio år gamla kapitalvaror som snart bör bytas, det är endast två-glas fönster som har en dålig isoleringsförmåga samt att taket är 50 år gammalt och bör därför troligtvis bytas inom en snar framtid. Han justerar därför upp drift och underhållskostnader från 280 till 380 kronor per kvadratmeter.

En annan kostnad Greger anser vara relevant är den kommunala fastighetsavgiften som baseras på taxeringsvärdet. Den bör alltså ligga på dryga 30 000 kronor.

Driftnettot blir således $1\,248\,000 - (1200 \cdot 380) - 30\,000 = 762\,000$.

Driftnettot divideras sedan med avkastningskravet som i dagsläget är 5 %. Denna siffra är hämtad från marknaden och Greger förklarar att den är till 100 % baserad på utbud/efterfrågan. Avkastningskravet har alltså en indirekt koppling till räntan som påverkar utbud och efterfrågan. Han förklarar att den varierar med marknadsräntan och förväntad värdeutveckling. Eftersom låneräntan idag är cirka 3 % och fastighetsmarknaden enligt Greger kräver 2 % blir alltså avkastningskravet 5 %.

Värdet blir således med stöd av Bilaga 5: $762\,000 / 0,05 = 15\,240\,000$ kronor.

Fastighetsstadens förräntningskrav på eget kapital förklarar Greger att det är väldigt svårt att fastställa och de har inget definierat. Detta för att det är väldigt beroende av marknadsläget samt vilken typ av objekt det rör. I dagsläget med ett objekt som framgår i Bilaga 5 säger han att de hade krävt 15 % i förräntning på eget kapital.

Han förklarar vidare att hade tak och fönster varit vidgjort hade det varit mer värt. Något annat som har en direkt värdepåverkan är om det föreligger byggrätter, alltså om det finns möjlighet att utöka boarean genom en tilläggsbyggnad på tomten.

Finansiering och belåningsgrad har betydelse då det påverkar efterfrågan. En fastighet som denna skulle enligt Gregers uppfattning banken bevilja en belåning till cirka 80 % vilket leder till att mer människor har råd med den och därmed högre efterfrågan. Detta till skillnad från en tom industrilokal där köparen troligtvis hade fått stå för större delen av finansieringen själv. Han väger dock inte in den faktiska belåningsgraden i värderingen.

4.3 Jana Fastigheter

Intervjun genomfördes med Jan-Åke, delägare Jana Fastigheter. Företaget är ett familjeföretag som har sitt kontor i centrala Halmstad. Bolaget köpte sin första fastighet 1971 och har sedan dess gjort 15 förvärv vilka totalt sett utgör cirka 400-500 lägenheter. Jana fastigheter har även en hel del industrilokaler och kontor runt om i Halmstad. Jan-Åke påpekar att fastighetsmarknaden i Halmstad är övervärderad.

4.3.1 Strategi

Jan-Åke berättar att han investerar i fastigheter ur ett långsiktigt perspektiv. De har inte sedan sitt första förvärv sålt någon flerbostadsfastighet. Han anser att det är onödigt att sälja en fastighet för att finansiera en annan, och att de då lika gärna kan behålla befintliga förvärv.

Det ska finnas möjlighet och utrymmen till att förädla fastighetens värde, detta förklarar Jan-Åke kan ske genom att höja standarden på lägenheterna. Jana Fastigheter har som strategi att investera då det är hög ränta och därmed ett lägre pris på fastigheterna. Han tillägger dock att detta är något som har blivit svårt i Halmstad med åren då marknaden i stort sett alltid är het.

Han värdesätter att fastigheterna ligger i samma block då Jana Fastigheter sköter all förvaltning själva, och kan då göra detta mera kostnadseffektivt. Han tycker det är viktigt att ha ett bra rykte och de vill därför kunna erbjuda hyresgäster en bra service genom att tillhandahålla denna tjänst internt. För att ett objekt ska matcha Janas strategi är det viktigt att alla materialen är av god kvalitet, då dem har avsikt att aldrig själva avyttra fastigheterna. Jan-Åke tillägger att det är viktigt att fastigheterna ger en god förräntning. Han ser gärna att investeringsobjekten är av gammal karaktär och är byggda mellan 1900-1930 talet. Detta för att Jan-Åke personligen tycker att dessa är vackra samt att de generellt är byggda med bra kvalitet. Förekommande hyror är idag uppdelade mellan både hyresförhandlade och icke förhandlade beroende på fastighetens standard och område. Detta för att kunna ta ut den sista hyreskronan.

Jan-Åke berättar att genom att alltid ha korta lån som ej är bundna på lång tid samtidigt som de är likvida, utsätter de inte sig heller för någon hög risk. Deras strategi är att gå in en affär med så små lån som möjligt så att de minskar sin räntekänslighet. De föredrar även att förvärva en fastighet som inte är paketerad, då paketerade fastigheter ofta innehåller oanade kostnader som latent skatteskulder. Han påvisar dock att en lagfartsavgift tillkommer men denna avgift kan de tänka sig att betala då deras investeringshorisont är så pass långsiktig.

De investerar endast i större objekt, alla fastigheter under 15 lägenheter är således uteslutna. Deras strategi är att äga centrala fastigheter i Halmstad. Med centrala menar Jan-Åke med en

radie av tre kilometer inom stadskärnan. Om objektet stämmer in på Jana Fastigheters strategier har detta stor betydelse i prisbildningen. Jana Fastigheter budar sällan eller aldrig på fastigheter som inte är till salu på den öppna marknaden utan de flesta köp sker via mäklare.

4.3.2 Marknadsanalys

Den makroekonomiska variabel som studeras är ränteläget, detta genom prognoser och andra nyheter. Han tror dock inte att räntan kommer att vara lika volatil som förr då vi har ett så pass starkt samarbete i EU. Han påpekar att det inte skulle fungera om vi skulle ha mycket högre räntor än vad till exempel Tyskland har. I övrigt undersöks inte makroläget.

Likaså gäller det den lokala marknaden i Halmstad då Jana Fastigheter besitter stor erfarenhet av fastighetsmarknaden lokalt sett. Detta eftersom de har varit etablerade här sedan i över 40 år. Han anser dock att det är viktigt för utomstående investerare som inte har en bra kännedom om den lokala marknaden att undersöka denna. Han berättar till exempel att Tre Hjärtan, ett norskt fastighetsbolag, betalade cirka 600 000 kronor i form av analyser och liknande av Halmstads fastighetsmarknad innan de köpte fastigheter av bland annat Fastighetsstaden.

Jana Fastigheter tar sällan hjälp av besiktningsmän för den tekniska undersökningen av en fastighet, utan undersöker denna själva, då de innehar kompetensen inom företaget.

På den juridiska sidan kollar de kontrakt, avtal och belastningar som utlämnas av mäklarens prospekt. De gör alltså ingen undersökning själva.

När de analyserar fastigheten finansiellt går Jana Fastigheter på schablonmässiga siffror från objektsbeskrivningen. Han menar att mäklaren lämnar sanningsenliga uppgifter och gör därför ingen vidare djupgående analys av fastighetens nettoöverskott.

Jana Fastigheter gör aldrig någon miljöinventering på sina investeringsobjekt.

4.3.3 Värdepåverkande variabler

Den variabel som Jan-Åke talar om som den viktigaste är läget. Han berättar att vissa i områden är det olämpliga och stökiga miljöer som för med sig ett dåligt rykte. Dessutom är stökiga områden oftast dyra och komplicerade att förvalta. Han berättar vidare att fastighetens skick och möjligheten att förädla dess värde är viktigt. Det är av betydelse att byggmaterialet har en lång livslängd och god kvalitet då detta underlättar förvaltningen av byggnaden. Förädling av dess värde kan ske genom att utöka antalet uthyrda kvadratmeter via ombyggnation av outnyttjade ytor, nybyggnation av ledig tomtmark och/eller genom öka standarden på hyresrätterna. Jan-Åke förklarar dock att deras strategi för förädling bygger på att öka standarden och på så sätt höja hyran.

Hyran styrs enligt Jan-Åke av Halmstads största aktör på fastighetsmarknaden, nämligen HFAB. Han anser därför dessa vara normsättare på hyresnivån och därmed ha en indirekt påverkan på fastigheternas värde.

Jan-Åke berättar att vakans- och belåningsgrad är av stor vikt. Dock är vakansen väldigt låg i Halmstad, men det är ändå något som beaktas i beräkningarna. Om en fastighet är belånad med en hög bunden ränta som följer med fastigheten påverkar detta också värdet negativt. Räntan har även betydelse då i regel en hög ränta pressar ned fastighetspriserna, dock som nämdes innan har denna effekt minskat mer och mer med åren i Halmstad. En ytterligare variabel som Jan-Åke nämner är parkeringsplatser vilka påverkar värdet positivt.

4.3.4 Värdering

Vid en fastighetsvärdering börjar Jan-Åke titta på fastighetens tekniska egenskaper samt genomförda renoveringar. Han tycker att fastigheten ser intressant ut, då fasadbeklädnaden är mycket underhållsfri, fjärrvärmens talar för driftsäkerhet samt att stammarna är bytta. Han förklarar att ett stambyte ofta kräver kostsamma samt komplicerade lösningar eftersom hyresgästerna måste få ett alternativt boende. Jan-Åke tycker lägenhetsantalet och dess uppdelning är positivt på grund av att mindre lägenheter har större efterfrågan. Efter att ha skapat sig en helhetsbild av fastigheten fortsätter han med dess ekonomi. Prospektets hyresintäkter samt schabloniserade kostnader anser han är rimliga och lägger därför inte mer tid på dessa. Jan-Åkes avkastningskrav är baserat på bankränta samt hans eget krav på avkastning. Hans bankränta är idag ca 3,09 % då lånen är av kort karaktär, den egna avkastningen ska vara ca 3 % vilket medför att avkastningskravet hamnar på ca 6-6,5 %. Jana Fastigheters förräntningskrav på eget kapital är alltid detsamma som avkastningskravet på totalt kapital förklarar Jan-Åke.

Janas värde på fastigheten enligt Bilaga 5 blir därmed:

$$1\ 200\ \text{kvm} \times 12\ 500\ \text{kr/kvm} = 15\ 000\ 000\ \text{kr}$$

$$\text{Avkastningskrav} = 912\ 000 / 15\ 000\ 000 = 0,0608$$

Den högsta köpeskillingen Jan-Åke kan tänka sig betala begränsas av hans avkastningskrav på 5,7 %. $912\ 000 / 0,057 = 16\ 000\ 000\ \text{kr}$.

Den första uträkningen som görs är baserad på ett kvadratmeterpris som Jan-Åke tycker är lämpligt i Halmstad. Detta på grund av att han för ett år sedan förvärvade en fastighet med 107 lägenheter för detta pris. Kvadratmeterpriset är också bestämt i relation till nybyggnadskostnaden vilken är 22 000-25 000kr/kvm och utgör på så vis cirka dubbla priset. Den andra beräkningen syftar på avkastningskravet och är till för att kontrollera hur långt man

kan sträcka sig i en budgivning. Jan-Åke påpekar att 5,7 % utgör den absoluta gränsen för honom då han kan tänka sig lägre avkastning på grund av fastighetens skick och möjligheter. Han poängterar att denna fastighet är av mycket god karaktär. Angående finansieringen vill han belåna fastigheten så mycket som möjligt, vilket medför att hans egna kapital kommer att vara ca 20-25 % av köpeskillingen enligt Jan-Åke.

Tabell 4: Sammanfattning empiri

	Wennerholm	Fastighetsstaden	Jana Fastigheter
Strategi			
Investeringshorisont	Långsiktig	Lång-/kortsiktig	Långsiktig
Fördlingsteknik	Utökad boarea	Energeffektivisering	Höja standarden
Teknisk utformning	Föredrar att äga i utspridda block (egen förvaltning)	Material med lång livslängd	Material med lång livslängd
Block	Centralt och Frösakull	Diversifierade (outsourced förvaltning)	Föredrar att äga i block (egen förvaltning)
Läge	Allt med lönsamhet	Centralt	Från högskolan till sjukhuset
Storlek på objekt		< 15 lägenheter	< 15 lägenheter
Marknadsanalys			
<i>Omvärldsanalys</i>			
- Inflation	Räknar med 2% inflation	Undersöks ej	Undersöks ej
- Ränta	Har rörlig ränta så analyserar alltid ränteläget innan förvärv	Har räntetak, därför ej ett stort behov av att analysera räntan	
<i>Områdesanalys</i>			
- Lokal marknad	Lokal information inhämtas kontinuerligt	Lokal information inhämtas kontinuerligt	Lokal information inhämtas kontinuerligt
<i>Due diligence</i>			
- Teknisk	Använder intern kompetens	Använder besiktningsmän	Använder intern kompetens
- Juridisk	Analyserar hyresavtal, hyresgäster och dess betalningsförmåga, återstående kontraktstider, belastningar, hyresförhandling, detalj och fastighetsplan	Genomförs av bolagets jurist som undersöker återstående kontraktstider, hyresgäster och dess betalningsförmåga, hyresförhandling, identitet och behörighetskoll på säljaren, detaljplan och andra	Undersöker hyreskontrakt och belastningar som framgår av mäklarens prospekt, gör ingen egen analys
- Finansiell	Använder marknadsmissig information	Använder marknadsmissig information	Använder siffror från objektsbeskrivningen
- Miljömissig	Genomför ej	Genomför	Genomför ej
Värdepåverkande variabler			
Läge	Prioritet 1	Prioritet 1	Prioritet 1
Fördlingsmöjlighet	Prioritet 2	Prioritet 2	Prioritet 2
Förvaltning	Prioritet 3	Prioritet 3	Prioritet 3
Mikroekonomiska variabler	Stor inverkan	Stor inverkan	Stor inverkan
Likviditet	Stor inverkan	Stor inverkan	Stor inverkan

5. Analys

5.1 Strategi

För att klargöra vilka objekt som är intressanta anser Pyhrr, Cooper, Wofford, Kapplin, Lapedes (1989) att övergripande investeringsmotiv ska fastställas. Detta för att göra en utsällning, vilken kan bestå av exempel som investeringar enbart i flerbostadshus, tegelhus eller fastigheter byggda mellan 1900-1920. Det övergripande investeringsmotivet utgörs således av investerarens personliga preferenser. Fastighetsnytt (2008) instämmer då de förklarar att värdet av en fastighet är till stor del anknutet till investerarens egna preferenser. Dessa grundar sig i hur den enskilde individen tror på framtida utveckling, och om investeringsobjektet matchar strategin påverkar detta också prisbildningen (Fastighetsnytt, 2008, 2). Gemensamt har samtliga respondenter som krav att investeringen ska vara lönsam och generera direktavkastning samtidigt som de enbart söker objekt i Halmstad kommun. Wennerholm söker inom centrala Halmstad och Frösakull medan Fastighetsstaden och Jana enbart söker centralt. Utöver detta är Jana Fastigheters investeringsmotiv av långsiktig karaktär och söker byggnader av god kvalitet och därigenom god förvaltning, likaså gäller det Wennerholm och Fastighetsstaden. Dessa två respondenter kan dock tänka sig att gå in i en affär med en kortsiktig investeringshorisont om de ser en möjlighet till snabb avkastning. Alla objekt som är lönsamma och som i övrigt stämmer överrens med deras personliga preferenser är således intressanta anser de.

Utifrån det övergripande investeringsmotivet ska investeraren sätta mål och beslutskriterier för investeringen. Målen består av finansiella såväl som icke finansiella. I detta steget bestäms om målen ska vara på kort eller lång sikt (Pyhrr et.al, 1989). Pyhrr et.al (1989) skriver att finansiella mål kan bestå av avkastning, och Bejrums, Lundströms (1996) ger exempel på hur dessa kan uppnås. Det mest effektiva sättet är att öka hyran vilket kan ske genom antingen hyresförhandlingar eller reglera balansen mellan hyresrätter och lokaler så högsta möjliga efterfrågan uppnås. Det kan även ske genom en kostnadseffektivisering av drift och underhållskostnader, exempelvis via energieffektivisering. Pyhrr et.al (1989) påvisar att kriterierna består av finansiella såväl som icke finansiella. Likt målen består de finansiella av bland annat avkastning och de icke finansiella av fastighetens förädlingsmöjligheter samt tekniska egenskaper. De tekniska egenskaperna innefattar allt ifrån ålder och byggnadstyp till storlek och förvaltningsförutsättningar.

Samtliga respondenters finansiella mål utgörs av ett direktavkastningskrav på fem procent. De påvisar dock att denna gräns kan tänjas beroende på hur investeringsobjektet stämmer överrens med övriga förutsättningar. Samtliga respondenter är överrens om att direktavkastningskravet aldrig får understiga den procentenhet som innebär att investeringen blir olönsam. De icke finansiella målen och kriterierna skiljer sig däremot mellan

respondenterna. Wennerholms strategi för förädling av värdet sker i största mån genom ökad boarea och därmed en större uthyrbar yta. Fastighetsstaden fokuserar istället på att kostnadseffektivisera genom att förbättra energisystemen liksom Bejrums, Lundströms (1996) exempel. Jana Fastigheter har en strategi att istället förbättra standarden och på så sätt öka hyresintäkterna. Alla respondenter har gemensamt ett mål att även öka hyran genom hyresförhandlingar. Samtliga respondenter har således en utarbetad strategi för de icke finansiella målen som får en finansiell effekt. Dessa utgörs sammanfattat av ökad boarea, sänkta energikostnader, förbättrad standard och höjda hyror genom förhandlingar. De har åtskilda åsikter gällande hur den tekniska utformningen bör vara på ett investeringsobjekt. Fastighetsstaden och Jana Fastigheter har en strategi som bygger på att fastigheterna ska bestå av beständiga material såsom betongstomme, tegelfasad och tegeltak. Wennerholm anser också att den tekniska utformningen har stor betydelse, men tycker att en ekonomisk lönsamhet väger tyngre. Med detta menar Fredrik de kan tänka sig att investera i en fastighet med träfasad om investeringen anses vara lönsam. Anledningen till att Jana Fastigheter inte kan tänka sig investera i en fastighet med träfasad är för att deras strategi bygger på ett evigt ägande. Därmed skulle en sådan investering innebära framtida merkostnader i form av periodiskt underhåll, vilket Fastighetsstaden även håller med om. Gällande investeringsobjektets ålder har respondenterna skilda åsikter. Wennerholm söker objekt byggda senare än sekelskiftshus då dessa exempelvis ofta är kulturmärkta. Eftersom deras strategi för förädling bygger på utökad boarea förhindrar kulturmärkta byggnader denna möjlighet då det är svårt eller praktiskt omöjligt att få bygglov. Jana Fastigheters strategi säger helt tvärtom då de söker sekelskiftshus, detta eftersom de anses ha god kvalitet samt är vackra i arkitekturen. Sekelskiftshus således utmärkt in i Jana Fastigheters strategi för förädling som bygger på att öka standarden. Fastighetsstaden förespråkar sekelskiftshus och moderna hus, detta för att mellanspannet ofta är av dålig kvalitet enligt Greger. Samtliga respondenter föredrar större objekt, det vill säga cirka femton lägenheter och uppåt, dock kan Wennerholm tänka sig mindre objekt då en bra lönsamhet är identifierad. Eftersom både Jana Fastigheter och Wennerholm sköter all förvaltning internt inom bolaget spelar också förvaltningsmöjligheterna stor roll. De eftersträvar att investera i block då detta blir mer kostnadseffektivt. Fastighetsstaden outsourcar förvaltningen och tar således inte hänsyn till detta i sin strategi. Respondenternas mål är baserade på lång sikt, dock kan Wennerholm och Fastighetsstaden även tänka sig investera kortsiktigt om de ser en god lönsamhet.

Wennerholm berättar att han de har rörlig ränta på sina lån för att få lönsamhet i sina investeringar. Fastighetsstaden har en annan strategi, de binder 2/3 av lånen till en fast ränta samtidigt som de har 1/3 rörlig. Jana Fastigheter har en strategi som är att hela tiden erhålla hög soliditet och kort bindningstid, vilket gör att de inte är räntekänsliga. Bejrums, Lundström (1996) påvisar att den finansiella strategin har en inverkan på investeringsbeslutet. Detta genom att en långsiktig investerare eftersträvar bundna räntor samtidigt som kortsiktiga investerare föredrar rörliga räntor. Här finns stor skillnad mellan empiri och teori då Wennerholm och Jana Fastigheter helt motsätter sig teorin. Fastighetsstaden följer den till viss del då de delvis har bundna räntor.

När målen är definierade skriver Pyhrr et.al (1989) att det ska upprättas plan och policy för hur dessa ska uppnås. Detta görs genom ett upprättande av en investeringsplan som innehåller parametrar såsom fastighetens storlek, ny eller befintlig byggnation, finansiering, område och fastighetstyp. Fastighetens storlek ska beskriva minimum yta och antal lägenheter. Ny eller befintlig byggnation ska beskriva om investeringen fokuserar på att bygga nytt eller köpa befintligt, eller en kombination av dessa. I finansieringen ska det framgå hur stor del eget kapital investeraren är villig att gå in med, då detta direkt påverkar räntekostnader och amorteringar. Området ska beskriva vilken stad eller område investeringen ska gälla (Pyhrr et.al, 1989). Detta kan sammankopplas med portföljvalsteorin som är en teori om riskdiversifiering. Genom att investera i flera olika värdepapper, exempelvis aktier, kan också risken spridas eller diversifieras. Genom denna riskspridning eftersträvar investeraren bygga upp en portfölj som innehar den lägsta risken till den högsta avkastningen (Wramsby, Österlund, 2007). Varken Wennerholm eller Jana Fastigheter har inte skapat en egen investeringsplan för hur målen ska uppnås, utan de försöker hela tiden matcha investeringsobjekten med den utarbetade strategi som finns. Fastighetsstaden skapar en individuell investeringsplan för varje specifika investeringsobjekt. Under intervjun berättade Fastighetsstaden att utformandet av denna är mycket styrd av investeringsobjektet. Men generellt innehåller den aspekter likt material och ändamål för fastighetens byggnadstyp. Samtliga respondenters strategi bygger på att investera i befintligt byggda fastigheter, men med senare år har det blivit mer aktuellt med nybyggnation. Fastighetsstaden bygger 140 stycken lägenheter i centrala Halmstad samtidigt som både Wennerholm och Jana Fastigheter har varsitt projekt under utredning med kommunen. I en investering förespråkar respondenterna att gå in så solida som möjligt, de vill dock inte vidare gå in på hur stor andel eget kapital. Investerare som Wennerholm och Jana Fastigheter har en strategi att investera i block, det vill säga fastigheter som ligger i samma område. Fastighetsstaden investerar istället på spridda platser i centrala Halmstad. Anledningen till att de sprider investeringsobjekten förklarar fastighetsstaden är ett sätt att sprida riskerna. Wennerholm diversifierar riskerna genom att sprida ut sina block på olika strategiska ställen. De har därför valt att äga både inne i stadskärnan såväl som utanför. Fastighetsstadens och Wennerholms teorier om riskspridning grundar sig i samma antaganden som anges i portföljvalsteorin. Den säger att riskerna ska spridas genom att investera i olika värdepapper så en hög avkastning uppnås till låg risk (Wramsby, Österlund, 2007). Anledningen till att Wennerholm och Jana Fastigheter föredrar att äga i block är för att de sköter sin egen förvaltning och det blir därför kostnadseffektivt att ha fastigheterna närliggande. Effekten av detta blir enligt portföljvalsteorin en sämre riskdiversifiering, men då teorin inte tar hänsyn till den individuella nyttan blir den inte fullt tillämpbar på dessa respondenter.

Analysstrategin är det sista steget i Pyhrrs et.al (1989) modell för strategier. Detta steg beskriver hur investerarna går vidare i processen för att nå ett investeringsbeslut genom en analys av fastigheten. Pyhrr et.al (1989) påpekar att investerare ofta har egna preferenser vilka kan göra att oförnuftiga beslut kan tas. Dessa måste identifieras och behandlas för att en lyckad investeringsstrategi ska kunna uppnås. Exempel på detta kan vara att investerare tror

de har mer kunskap än vad de egentligen har, eller att de behandlar informationen subjektivt vilket får konsekvensen att en högre risk tas än om informationen tolkats objektivt.

Respondenternas sammankoppling med denna text följs genomgående av resterande kapitel som marknadsanalys, värdepåverkande variabler och till sist värdering.

Tabell 5.1 Strategimodell

Modell: Pyhyrr et.al (1989)	Wennerholm	Fastighetsstaden	Jana Fastigheter
Investeringsmotiv	Ekonomisk lönsamhet	Ekonomisk lönsamhet	Ekonomisk lönsamhet
Mål och beslutskriterier			
-Finansiella mål	5% direktavkastning	5% direktavkastning	5% direktavkastning
-Icke finansiella mål	Förädling boarea	Förädling kostnadseffektivisering	Förädling ökad standard
-Finansiella kriterier	Direktavkastning>break even	Direktavkastning>break even	Direktavkastning>break even
-Icke finansiella kriterier	Positiv finansiell effekt	Positiv finansiell effekt	Positiv finansiell effekt
-Investeringshorisont	Lång/kort	Lång/kort	Lång
Plan och policy			
-Stora/små fastigheter	Stora/små	Stora	Stora
-Ny/befintlig byggnation	Kombination	Kombination	Kombination
-Finansiering	Solida	Solida	Solida
-Område	Halmstad kommun, spridda block	Halmstad centralt, spridda fastigheter	Halmstad centralt, block
-Fastighetstyp	Flerbostadshus med lokaler	Flerbostadshus	Flerbostadshus
Analysstrategi	Respondenternas handlingsmönster redovisas i marknadsanalysen, värdepåverkande variabler samt värderingskapitlet		

Tabellen sammanfattar Pyhyrrs et.al (1989) teori med samtliga respondenters strategi.

5.2 Marknadsanalys

Enligt Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008) kan en analys av en fastighet göras på tre plan, nämligen; omvärldsanalys, ortsanalys och objektsanalys. Omvärldsanalysen tolkas på makronivå, alltså vad som påverkar fastighetsmarknaden. Ortsanalysen ska inhämta information från ortens fastighetsmarknad medan objektsanalysens syfte är att analysera det enskilda investeringsobjektet (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Denna trestegsmodell kan urskiljas mer eller mindre hos samtliga respondenter. Wennerholm kollar ytterst lite på makroläget och studerar endast räntan. Detta på grund av att de har en rörlig ränta och påverkas därför av dess förändringar. Anledningen till att de valt rörlig ränta är för att de anser det blir svårt att få investeringen lönsam då direktavkastningen i Halmstad är låg. De gör därför inte fullständig omvärldsanalys som beskrivs i Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008) då de varken studerar inflation eller konjunkturläge. Likaså gäller Jana Fastigheter som även de har en rörlig ränta. Jan-Åke studerar prognoser och nyheter för att skapa sig en uppfattning om kommande ränteläge. Eftersom Fastighetsstaden har en delvis bunden ränta studerar de inte ränteläget omgående då de inte anser sig vara känsliga för förändringar och utesluter således att göra en omvärldsanalys.

När det gäller analys av lokala marknaden tillgodoser sig våra respondenter denna information genom löpande och tidigare erfarenhet. Ortsanalysen som återges i Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008) tillämpas således löpande av våra respondenter, då de inte gör specifik undersökning innan förvärv. Alla är dock eniga att det är av stor vikt att ha kunskap om den marknad som investeringen berör.

Det stadiet där våra respondenter skiljer sig mest är det tredje och sista, nämligen objektsanalysen. I objektsanalysen ska det inhämtas information om objektet såsom dess område, jämförelseobjekt samt juridiska och ekonomiska underlag rörande fastigheten (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008). Objektsanalysen kan i sin tur jämföras med due diligence eller företagsbesiktning som Fastighetsnytt (2008) skriver om. Due diligence kan huvudsakligen delas upp i fyra steg, innehållande analys av fastighetens tekniska, juridiska, finansiella såväl som miljömässiga egenskaper (Fastighetsnytt, 2008, 3).

Wennerholm undersöker investeringsobjektet noggrant och kollar på om fastighetens värde går att förädla. Vid undersökning av fastighetens tekniska egenskaper används kompetens inom företaget, externa besiktningsmän är således uteslutna. Denna metodik tillämpas även av Jana Fastigheter som använder sig av besiktningsmän i fåtal fall, den tekniska undersökningen utförs därför till största del av egen personal. De två ovannämnda arbetssätten skiljer sig från Fastighetsstaden. De använder sig uteslutande av besiktningsmän som har spetskompetens inom sitt område. Besiktningsmännen är inriktade inom elektronik, byggteknik, ventilation samt vatten och sanitet. Enligt Fastighetsnytt (2008) kan teknisk due diligence delas upp i tre steg. Dessa består av köparens undersökningsplikt enligt Jordabalken, köparens individuella intresse gällande byggnaden samt konsekvenserna av eventuella åtgärder av fel. Samtliga av respondenterna följde metodiken, dock i omkastad ordning. De kollar först och främst om fastigheten matchar strategin, det vill säga punkt två. Efter detta undersöker de byggnaden för att upptäcka eventuella fel och brister, och till sist görs en bedömning av vilka konsekvenser dessa fel och brister får.

Vidare gör samtliga respondenter en undersökning av fastighetens juridiska egenskaper. Fastighetsstaden har en egen jurist som undersöker alla tänkbara problem och möjligheter som finns på fastigheten. De analyserar kontraktstider, hur avtalen ser ut, vilka belastningar och rättigheter som förekommer. De kontrollerar om förhandlingsordning föreligger samt gör en identitetskontroll och behörighetskontroll på säljaren. Denna analys skiljer sig inte långt ifrån Wennerholm som analyserar hyresgäster, dess betalningsförmåga samt återstående kontraktstider. De kollar även på rättigheter, belastningar, och om förhandlingsordning föreligger eller ej. De undersöker även vem som bär ansvaret för underhåll av lokaler. Jana Fastigheter skiljer sig från övriga två då de endast studerar data som framgår i mäklarens prospekt.

Det tredje steget i due diligence, finansiell due diligence, ska ligga till kalkylunderlag för fastighetsvärderingen. Det ska således inhämtas data om intäkter och kostnader (Fastighetsnytt, 2008, 3). Wennerholm studerar in- och utbetalningar i den finansiella analysen. Fredrik berättar att de kostnader som framgår i prospekten ofta är lågt tilltagna. Han

tillägger att de schabloniserade driftkostnaderna brukar ligga på mellan 200-250 kronor per kvadratmeter, men i realiteten ligger de faktiska på minst 400 kronor per kvadratmeter. Vissa prospekt behöver därför justeras upp för att bli verklighetstrogna så kalkylen blir rättvisande. Fastighetsstaden undersöker likt Wennerholm att informationen är verklighetstrogen, om så inte är fallet görs en vidare analys av faktiska intäkter och kostnader. Jana Fastigheter skiljer sig från Wennerholm och Fastighetsstaden då dessa förlitar sig på data som framgår i mäklarens prospekt. Han berättar att mäklaren lämnar sanningsenliga uppgifter och gör därför ingen vidare djupgående analys av fastighetens nettoöverskott. Samtliga respondenter gör följaktligen en finansiell analys som beskrivs av Fastighetsnytt (2008), då denna ska studera fastighetens intäkter och kostnader. Hur detta studeras genomförs dock olika av respondenterna.

Det sista och slutliga steget i due diligence är miljömässig undersökning (Fastighetsnytt, 2008, 3). Denna undersökning genomförs endast av fastighetsstaden som innan alla förvärv gör en miljöinventering. Detta för att, precis som teorin beskriver, se om det föreligger föroreningar i mark eller liknande som kräver saneringsåtgärder. Då varken Wennerholm eller Jana Fastigheter inte genomför miljömässig due diligence är inte heller teorin tillämpbar på dessa respondenter.

5.3 Värdepåverkande variabler

En övergripande modell av denna rubrik kan beskrivas som funktionen: $X_1X_2X_3X_4\dots X_n$ där X är olika värdepåverkande variabler (Persson, 1980).

Wennerholms såsom Fastighetsstaden och Jana Fastigheter är överrens om att läget är den variabel som påverkar värdet i största mån. Detta för att läget är styrt av både hyresgäster, avkastning, risk, näringsverksamhet i lokaler etcetera. Detta styrks av både Persson (1980) och Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008) som säger att läget har en ytterst avgörande roll i värderingen och är den variabel som påverkar priset i största mån. Detta utgörs av både den geografiska placeringen samt av de områdesanknutna faktorer som förekommer (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Alla tre respondenterna är även överrens om att utbud/efterfrågan påverkar priset, som i sin tur påverkar likviditeten på fastighetsmarknaden. Enligt Persson (2008) är mikroekonomiskt anknutna faktorer såsom utbud och efterfrågan värdepåverkande. Betts & Ely (2008) nämner att värdet påverkas av hur lätt det är att bli av med fastigheten vid en försäljning, alltså marknadens likviditet. Detta behandlas även i Artikel 1 (1-1:1998) som påvisar att en hög likviditet har en positiv effekt på fastighetens värde. Våra respondenter nämner att det är en extremt hög efterfrågan på fastigheter i Halmstad, och de brukar därför inte vara svårt att avyttra vid en eventuell försäljning.

Andra variabler som de gemensamt anser har betydelse är driftnettot, förädlingsmöjligheter, vakansgraden och tekniska egenskaper. Utöver dessa tycker exempelvis både Wennerholm och Jana Fastigheter att parkeringsplatser har stor betydelse för fastighetens värde. Wennerholm påpekar att det gäller speciellt om det bedrivs lokalverksamhet. Greger berättar att om de ser en möjlighet att göra en snabb affär på kort sikt påverkar detta också slutpriset. En kortsiktig affär kan ske genom exempelvis förädling eller ombildning. Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008) skriver om fastighetsrelaterade värdepåverkande variabler. Detta kan vara möjlighet till tillbyggnad, ombyggnad eller renovering. Det kan även ske genom ombildning från hyresrätt till bostadsrätt. Tomtarealen som fastigheten täcker är därför viktig, men även vad det finns för områdes- och detaljplan (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008). Detta är något samtliga av respondenterna undersöker, exempelvis bygger Fastighetsstaden 70 stycken lägenheter på lilla torg. Jana Fastigheter ansöker om bygglov för ett höghus vid Nyhem samt att Wennerholm ska bygga flerbostadshus i Frösakull. Alla bebyggelser sker eller ska ske på mark de ägt sedan en tid tillbaka.

Hur fastigheten förvaltas och hur dess framtida möjligheter för förvaltning ser ut anser Wennerholm är värdepåverkande. Detta för att han anser att det är av stor betydelse att ha en bra produkt med nöjda kunder. Likt Wennerholm anser Jana Fastigheter att ryktet är av betydande roll och därmed har förvaltningen stor betydelse för fastighetens värde. Detta för att en investering i ett stökigt område skulle innebära extra stora förvaltningskostnader för att hålla standarden uppe. Genom att ha en bra produkt är båda parterna överrens om att de minskar risken då det är lättare att hålla vakansgraden nere samt att det underlättar med nöjda kunder då hyran ska förhandlas. Wennerholm berättar även att missnöjda hyresgäster flyttar oftare och det uppstår då en omsättning bland dessa. Denna omsättning medför ofta stora merkostnader som hade kunnat undvikas.

Wennerholm tycker även att nybyggen har inverkan då dessa har en förmåga att driva upp hyran på befintliga fastigheter, och hyran i sig påverkar i sin tur värdet. Wennerholm såväl som Jana Fastigheter och Fastighetsstaden tycker att det är av stor betydelse att analysera hyreskontrakt, hyresgäster och dess betalningsförmåga innan förvärv. Detta för att de har en direkt inverkan på värdet. De anser även att vakansgraden har betydelse, men alla parter är överrens om att denna praktiskt taget är noll i Halmstad. Det Fredrik menar med att nybyggen driver upp hyran är ett sätt för honom att spekulera om framtida hyra. Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet (2008) skriver om hyran som en värdepåverkande variabel. Det talas även om andra faktorer såsom hyresgäster, kontraktstider, den förväntade framtida hyran, vakansgraden, samt hyresgästernas betalningsförmåga (Lantmäteriverket & Mäklarsamfundet, 2008).

Samtliga respondenter anser att fastighetens värde påverkas av dess belåningsgrad. Det vill säga att om fastigheten till exempel är belånad med hög bunden ränta eller om den paketerade fastigheten innehar en stor latent skatteskuld. De anser dock inte att belåningsgraden påverkar priset om möjligheten finns att förvärva objektet obelånat. Modigliani & Millers första proposition säger att värdet av ett företag är oberoende av skuldsättningsgraden, då det är tillgångarna som ligger till underlag för denna bedömning. Proposition två säger däremot att

värdet ökar i takt med ökad skuldsättning, fram till en optimal belåningsgrad (Wramsby, Österlund, 2007). Proposition ett är således tillämpbar på samtliga respondenter, men då de inte tar hänsyn till belåningsgraden i värderingen är inte proposition två användbar.

5.4 Värdering

När Wennerholm värderar en fastighet kollar de på både ekonomiska såväl som icke ekonomiska faktorer. De modeller de använder bygger på fastighetens driftnetto och direktavkastningskrav samt dess kvadratmeterpris. Kvadratmeterpriset jämförs med köp som gjorts i området för att skapa en bra uppfattning om ortens pris. De icke ekonomiska faktorerna består av som tidigare kapitel analyserat, strategi och värdepåverkande variabler. Alltså förädlingsmöjligheter, fastighetens skick, ålder, läge etcetera.

Wennerholms direktavkastningskrav är baserat på marknadsräntan plus en avkastning och ersättning för risk. För att få ett rättvisande värde av marknadsräntan sätts denna i relation till STIBORS 90 dagars ränta. Fredrik adderar 1 % på denna för att få fram den ränta fastighetsbolag får låna pengar av på banken. På denna låneränta adderar Wennerholms ytterligare 1,5 % i form av ersättning för risk och krav på avkastning. Eftersom STIBOR-räntan är 2,5 % och deras krav på avkastning och ersättning för risk är 1,5 % blir avkastningskravet 5 % (2,5+1,0+1,5). Detta synsätt skiljer sig inte långt från varken Fastighetsstaden eller Jana Fastigheter. Fastighetsstaden använder marknads avkastningskrav istället för ett individuellt som tillägg ovanpå marknadsräntan, detta är deras risktillägg enligt Greger. I dagsläget är risktillägget 2 % och marknadsräntan är 3 % vilket ger samma avkastningskrav som Wennerholms, nämligen 5 %. Jana Fastigheter har däremot ett högre krav på förräntning och får därmed en högre direktavkastning. Likt övriga respondenter adderar han sitt egna krav på avkastning ovanpå marknadsräntan som idag är dryga 3 %. Eftersom Jan-Åkes krav på avkastning och risktillägg är något högre, 3 %, blir också det totala avkastningskravet högre.

Samtliga respondenters princip för att värdera bygger delvis på direktavkastningsmetoden. Den tillämpas på så sätt att värderaren dividerar driftnettot med direktavkastningskravet för att uppnå ett värde (Artikel 2003-1-1). Fastighetsnytt (2008) förklarar att det är viktigt att faktiskt driftnetto inte används, då detta kan ge ett missvisande resultat. Det som rekommenderas är att istället använda marknadsmässiga siffror, exempelvis marknadshyra istället för faktisk hyra. Detta för att den faktiska kan avvika från marknaden vilket skulle få konsekvensen att fastigheten antingen blir för högt eller för lågt värderad. Likaså gäller det för direktavkastningskravet (Fastighetsnytt, 2008, 2).

Utöver direktavkastningsmetoden använder samtliga respondenter kvadratmeterprismetoden. De kollar på kvadratmeterpriset för området samt jämför detta med nyproduktionskostnaden. Fastighetsnytt (2008) påvisar att när kvadratmeterpriset jämförs gäller det vara uppmärksam

vilken yta som är inkluderad samt om denna stämmer. Till exempel om det är bruksarea eller boarea som mäts (Fastighetsnytt, 2008, 2). Eftersom det är boarean som utgör grunden för hyran är det också denna som används. Bejrums, Lundströms (1996) förklarar att nyproduktionsmetoden är bra att använda då en investerare vill veta vad som är mest lönsamt mellan att bygga nytt eller köpa befintligt. Den beskriver kostnaden för mark och nybyggnad, som sedan kan användas som jämförelsematerial (Bejrums, Lundström, 1996). Jan-Åke påvisar att kostnaden för nyproduktion inom stadskärnan ligger mellan 20 000 – 25 000 kronor. Han anser därför att en investering vars kvadratmeterpris ligger mellan 10 000 – 14 000 kronor är god.

Vi kan tydligt se att värdet på objektet skiljer sig mellan de olika respondenterna. Detta beror dels på att de har olika avkastningskrav men även på olika uppfattningar gällande hyresintäkter samt drift och underhållskostnader.

Eftersom ingen av respondenterna finansierar investeringarna med en belåningsgrad till 100 % bör de också väga in avkastningskravet för eget kapital i värderingen. Genom att beräkna RWACC, eller en vägd kalkylränta, hade de också fått ett helt annat avkastningskrav och därmed ett annat värde på fastigheten. Till exempel berättar de alla att en hög belåningsgrad är att föredra. Om marknadsräntan, eller låneräntan är X % och krav på förräntning Y % får vi ett avkastningskrav på totalt kapital på X+Y % med våra respondenters metod. Om vi istället beräknar det med hjälp av RWACC kommer avkastningskravet bli annorlunda då X och Y vägs samman och varierar beroende på belåningsgradens storlek. För att ge en sammanfattande bild har vi nedan sammanställt en tabell som visar våra respondenters sätt att värdera jämfört med en RWACC-beräkning. Som underlag för uträkningarna se Bilaga 5

Tabell 5.1 Värdering

		Direktavkastningsmetoden	RWACC
Wennerholms		980 000/0,0500=19 600 000 kr	980000/0,048=20 417 000 kr
-Låneränta	3,50%		
-Rt	5,00%		
-Re	10,00%		
-Belåningsgrad	80%		
-RWACC (S/TK)*Rs+(EK/TK)*Re	4,80%		
Fastighetsstaden		762 000/0,0500=15 240 000 kr	762000/0,054=14 110 000 kr
-Låneränta	3,00%		
-Rt	5,00%		
-Re	15,00%		
-Belåningsgrad	80%		
-RWACC (S/TK)*Rs+(EK/TK)*Re	5,40%		
Jana Fastigheter		912 000 /0,0608=15 000 000 kr	912 000/0,0369=24 715 000 kr
-Låneränta	3,09%		
-Re	6,09%		
-Belåningsgrad	80%		
-RWACC (S/TK)*Rs+(EK/TK)*Re	3,69%		

Det som gjorts i tabellen är att en vägd kalkylränta har räknats ut enligt samtliga respondenters förutsättningar. Som den antyder kan vi se att värdet skiljer sig dels mellan de olika respondenterna, men även mellan deras egen metod för värdering och RWACC-metoden. Detta på grund av att när de gör sina värderingar tar de inte hänsyn till att fastigheten inte är belånad till 100 % utan fastigheten finansieras delvis med en egen kapitalinsats. Eftersom samtliga respondenter påstår att de har ett förräntningskrav på denna egna kapitalinsats, eller det egna kapitalet, borde de också ta hänsyn till denna i sina beräkningar i värderingen. Mest avvikande blir dock Jana Fastigheters utfall. Detta då de har samma avkastningskrav på totalt som på eget kapital.

Istället för att utgå från det avkastningskrav respondenterna uppger går detta att räkna ut. Formeln bygger på Modigliani & Millers teorem från 1958 som säger att kostnaden för eget kapital är beroende av kostnaden för totalt kapital, kostnaden för främmande kapital och skuldsättningsgrad (Wramsby, Österlund, 2007). Formeln lyder: $Re = Rt + (Rt - Rs) * S/EK$

Re = Räntabilitet på eget kapital

Rt = Räntabilitet på totalt kapital

Rs = Räntesats

S = Skulder

EK = Eget kapital

Denna formel, även kallad hävstångsformeln kan enligt Wramsby, Österlund (2007) delas in i två komponenter. Den ena komponenten, Rt, är beroende av företagets verksamhet. Den uppger företagets affärsrisk och stiger i takt med ökad risk. Den andra komponenten, $(Rt - Rs) * S/EK$, är beroende av företagets skuldsättningsgrad. En högre skuldsättningsgrad leder alltså till ett högre avkastningskrav på eget kapital eller Re. Denna risk kallas finansiell risk (Wramsby, Österlund, 2007).

Nedan följer ett beräkningsexempel där samtliga respondenters Re är uträknade med hjälp av Modigliani & Millers teorem.

Tabell 5.2 M & utan hänsyn till bolagsskatt

		Utan hänsyn till belåning	Med hänsyn till belåning
Wennerholms		980 000/0,0500=19 600 000 kr	980 000/0,0500=19 600 000 kr
-Låneränta	3,50%		
-Rt	5,00%		
-Re enligt M & M			
Re = Rt + (Rt - Rs) * S/EK	11,00%		
-Belåningsgrad	80%		
-RWACC (S/TK)*Rs+(EK/TK)*Re	5,00%		
Fastighetsstaden		762 000/0,0500=15 240 000 kr	762 000/0,05=15 240 000 kr
-Låneränta	3,00%		
-Rt	5,00%		
-Re enligt M & M			
Re = Rt + (Rt - Rs) * S/EK	13,00%		
-Belåningsgrad	80%		
-RWACC (S/TK)*Rs+(EK/TK)*Re	5,00%		
Jana Fastigheter		912 000 /0,0609=15 000 000 kr	912000/0,0609=15 000 000 kr
-Låneränta	3,09%		
-Rt	6,09%		
-Re enligt M & M			
Re = Rt + (Rt - Rs) * S/EK	18,09%		
-Belåningsgrad	80%		
-RWACC (S/TK)*Rs+(EK/TK)*Re	6,09%		

Som tabellen antyder har inte skuldsättningsgraden någon inverkan på värdet, vilket stämmer överrens om Modigliani & Millers proposition I som säger att värdet är endast beroende av företagets investeringsverksamhet och inte av dess finansiella struktur (Wramsby, Österlund, 2007). Proposition II säger däremot att då hänsyn till skatt tas ökar företagets värde i takt med ökad skuldsättningsgrad. Detta på grund av att räntorna är avdragsgilla vilket leder till en skattelättnad, och effekten blir att värdet ökar med 30 % av andelen lånat kapital (Wramsby, Österlund, 2007). Utfallet skulle istället då få följande resultat:

Tabell 5.3 M & M med hänsyn till bolagsskatt

		Utan hänsyn till belåning	Med hänsyn till belåning
Wennerholms		980 000/0,0500=19 600 000 kr	980 000/0,0537=21 120 000 kr
-Låneränta	3,50%		
-Rt	5,00%		
-Re enligt M & M			
$Re = Rt + (Rt - Rs) * S/EK * (1 - Rs)$	9,20%		
-Belåningsgrad	80%		
-RWACC $(S/TK) * Rs + (EK/TK) * Re$	4,64%		
Fastighetsstaden		762 000/0,0500=15 240 000 kr	762 000/0,0452=16 860 000 kr
-Låneränta	3,00%		
-Rt	5,00%		
-Re enligt M & M			
$Re = Rt + (Rt - Rs) * S/EK * (1 - Rs)$	10,60%		
-Belåningsgrad	80%		
-RWACC $(S/TK) * Rs + (EK/TK) * Re$	4,52%		
Jana Fastigheter		912 000 /0,0609=15 000 000 kr	912000/0,0537=16 980 000 kr
-Låneränta	3,09%		
-Rt	6,09%		
-Re enligt M & M			
$Re = Rt + (Rt - Rs) * S/EK * (1 - Rs)$	14,49%		
-Belåningsgrad	80%		
-RWACC $(S/TK) * Rs + (EK/TK) * Re$	5,37%		

Liksom Modigliani & Millers tes säger visar diagrammet att värdet ökar i takt med ökad belåning. Som tidigare nämnt beror detta på att räntan är en kostnad som minskar resultatet och därmed får företaget en lägre skatt.

Det som samtliga respondenter gör är att alla väger in värdepåverkande variabler i värderingen. Perssons (1980) teori om att värdet av en fastighet vägs samman av en rad olika faktorer stämmer således in bra. Den beskrivs som $X_1 X_2 X_3 X_4 \dots X_n$ där X är olika värdepåverkande variabler (Persson, 1980).

6. Slutsats

6.1 Resultat

I problemformuleringen ställdes frågan om vilka faktorer som påverkar investerarens köpbeslut vid förvärv av flerbostadsfastigheter. Resultatet av denna studie blev inte riktigt som vi förväntade innan genomförandet av studien, då vi trodde investerarna jobbade mycket med modeller för värdering.

Det har visat sig att strategin har en mycket central roll i köpbeslutet och prisbildningsprocessen. Utifrån den information som erhållits från samtliga respondenter anser vi deras arbetssätt har följande struktur vid en investering. Först kollar de om objektet matchar strategin för att göra en bedömning om investeringen är intressant eller ej. Strategierna varierar, men det samband som finns mellan respondenterna är att en viktig parameter är möjligheten till förädling av fastighetens värde. Dock sker denna värdetförädling på olika sätt, allt ifrån utökad boarea och kostnadseffektivisering till förbättrad standard i lägenheterna. De teorier som behandlats i uppsatsen har inte skildrat att utökad boarea är ett lönsamt sätt för att öka fastighetens värde. Utifrån respondenternas svar kan vi dock dra slutsatsen att detta är den mest centrala delen i värdetförädlings-processen.

Investerare som har intern förvaltning vill förvärva fastigheter som är placerade i områden där de redan äger fastigheter för att kunna minska förvaltningskostnaderna. Fastighetsstaden köper istället in förvaltningen från ett utomstående bolag för att sedan investerar utifrån portföljvalsteorin. Vi tror därför att det har stor betydelse i investeringsbeslutet om förvaltningen sköts internt eller externt, detta för att kostnadsbilderna blir helt olika. Vi anser att Wennerholm och Jana fastigheter tar större risk då de endast använder sig av rörlig ränta, medan Fastighetsstaden använder delvis bunden. Speciellt eftersom samtliga investerare gör stora investeringar vilket medför att en räntehöjning kan få oönskade konsekvenser. Teorin säger att bundna räntor är att föredra i långsiktiga investeringar, vilket vi anser är bra eftersom investeraren på så sätt kan begränsa risken.

Vid en investering anses det viktigt att ha kunskap om marknaden som investeringen berör, men det som är av största vikt är att ha kunskap om investeringsobjektet. Teorin säger att information kan inhämtas på tre plan, nämligen omvärldsanalys, ortsanalys och objektsanalys. I realiteten följs inte teorierna exakt då samtliga respondenter redan innehar stor erfarenhet om marknaden. Den största vikten läggs på objektsanalysen där det även görs en företagsbesiktning, närmare bestämt due dilligence. Vi antar att den största vikten läggs på objektet eftersom det är detta som kan påverkas. Det vill säga det är inte lätt att påverka hela fastighetsmarknaden men ett objekt kan däremot förädlas.

Teorier såväl som berörda fastighetsägare är alla eniga om att läget är den mest prispåverkande variabeln. Den huvudsakliga anledningen till detta är för att ett bra läge är

exponerat för lägre risk och är därmed mer efterfrågat. Hög efterfrågan leder också till ett högre pris. Det skulle även kunna bero på att direktavkastning är högre i efterfrågade områden, men så är inte fallet i Halmstad då denna i regel är lägre i mindre eftertraktade områden. Hyran sätts av bruksvärdesprincipen som till stor del påverkas av läget.

Vi reagerar på att alla respondenter påpekar att Halmstad är övervärderat, men ändå fortsätter de investera. Att säga att de är under- eller övervärderade är svårt då det alltid är marknaden som avgör. En teori kan dock alltid ge riktlinjer som kan ge rättvisande resultat. Eftersom samtliga respondenter har en väldigt enkel metod vid värdering där de inte tar hänsyn till avkastningskravet på det egna kapitalet kan utfallet bli missvisande. I analyskapitlet gjordes en jämförelse med respondenternas värdering kontra en värdering baserad på en vägd kalkylränta, RWACC. Modigliani & Millers proposition om att värdet ökar i takt med högre belåningsgrad visar tvärt emot vad respondenterna säger, nämligen att fastighetsmarknaden är undervärderad enligt deras sätt att beräkna.

För att göra en rättvisande värdering av en fastighet krävs det mer än att göra en beräkning med hjälp av en modell eller teori. Investeraren tar således hänsyn till många andra faktorer som är viktiga att beakta. Kraven för strategin ska vara uppfyllda. Detta kan innefatta att läget ska vara rätt, fastigheten ska gå att förädla, hyresgästerna ska vara av rätt typ, avtalen ska vara utformade på ett visst sätt.

Kontentan blir således att det är många faktorer som beaktas vid en investering. Arbetsmetodiken skulle kunna delas upp i tre faser. Den första och mest grundläggande är att investeringsobjektet ska matcha strategin. Sedan bör en marknadsanalys göras där största vikt läggs på analys av investeringsobjektet. I fas tre, blir syftet att fastställa ett rimligt marknadsvärde. Vi anser att en bra modell för att fastställa fastighetens värde är att kombinera ortsprismetoden med kassaflödesmetoden. Det vill säga investeraren bör kolla på pris per kvadratmeter och nyproduktionskostnad med jämförelsebara objekt. Där efter bör en grundligare analys av fastighetens kassaflöde göras. Här är det viktigt att den finansiella due diligencen är väl genomarbetad. Detta eftersom ett marknadsmässigt driftnetto är önskat för att uppnå ett verklighetstroget värde. Kassaflöden ska nuvärdeberäknas och kalkylperioden bör vara minst fem år. Värdet som framgår av kassaflödesmetoden bör jämföras med ortsprismetoderna, det bör sedan vägas in viktiga faktorer såsom läge, skick, standard, förädlingsmöjligheter för att uppnå det optimala priset.

6.2 Förslag på framtida forskning

Denna uppsats har gett en generell bild av vilka faktorer som beaktas vid värderingen av flerbostadshus. Vi anser därigenom att strategi har störst inverkan på fastighetsvärdering. Vid framtida forskning vore det lämpligt att fördjupa sig i olika strategier och dess betydelse. Förslag på litteratur kan vara (Phyrr & Cooper 1989).

7. Källförteckning

- Artikel 1-1:1998) <http://www.leimdorfer.se/upload/Analysartiklar/1998-1-1.pdf> Artikel 1-1:1998 2003-03-22
- Artikel 1-1:2003) <http://www.leimdorfer.se/upload/Analysartiklar/2003-1-1.pdf> Artikel 1-1:2003 2001-03-01
- Artikel 1-2: 2003) <http://www.leimdorfer.se/upload/Analysartiklar/2003-1-2.pdf> Artikel 1-2:2003 2001-03-01
- Bejrums, H – Lundström, S (1996). *Fastighetsekonomi – Hyresfastigheter* (upplaga 6). Catella
- Betts, M. R., & Ely, J. S. (2005). *Basic real estate appraisal: Principles and procedures* (upplaga 7). Mason, Ohio: Thomson Higher Education.
- Berk, J & DeMarz, P (2007). *Corporate Finance* (upplaga 1). Pearson Education
- Fastighetsnytt (2008) 1. Fastighetsmarknad och marknadsanalys Lind, H. Persson, E (Red.), *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt* (s. 201-224). Fastighetsnytt förlags AB
- Fastighetsnytt (2008) 2. Fastighetsvärdering Persson, E (Red.), *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt* (s. 241-296). Fastighetsnytt förlags AB
- Fastighetsnytt (2008) 3. Due Diligence – Teknisk, juridisk finansiell och miljö Ejermark et.al, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt* (s. 309-354). Fastighetsnytt förlags AB
- Fastighetsnytt (2008) 4. Risk och portföljanslys för fastigheter Lekander, J et.al, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt* (s. 438). Fastighetsnytt förlags AB
- Jacobsen, D (2002). *Vad, hur och varför?* (upplaga 1:9). Studentlitteratur AB, Lund.
- Lantmäteriet & Mäklarsamfundet. (2008). *Fastighetsvärdering: Grundläggande teori och praktisk värdering*. LMV rapport, Gävle och Solna 2008:3.
- Lundin, M (2007). *Ombildning från hyresrätt till bostadsrätt – en handbok för kommunala bostadsföretag*. SABO
- Mattson, P., & Örtenblad, A. (2008). *Smått och Gott* (upplaga 1:1). Studentlitteratur
- Persson, A (1992). *Fastighetsvärdering* (upplaga 4:1). Almqvist & Wiksell förlag AB
- Persson, E. (1980). *Begrepp och metoder vid fastighetsvärdering*. Catella

Tekniska högskolan (KTH): Institutionen för fastighetsekonomi

Pyhrr, S. A., Cooper, J. R., Wofford, L. E., Kapplin, S. D., & Lapidés, P. D. (1989) *Real Estate Investment – Strategy Analysis Decisions*. (Second edition) John Wiley & Sons

SCB) http://www.scb.se/pages/tableAndChart____74160.aspx. 2011-02-02

SFIX) http://www.fastighetsindex.se/swe/sfi_ipd_vardehandl07.pdf 2011-04-01

Yard, S. (2001). *Kalkyler för investeringar och verksamheter (upplaga 2:9)*. Studentlitteratur AB, Lund.

Wang, K., & Wolverton, M. (2002). *Real Estate Valuation Theory* (upplaga 8). Springer

Wråmsby, G., & Österlund, U. (2007). *Företagets Finansiella Miljö* (upplaga 12).

Bilaga 1. Operationaliseringsprocess - strategi



Vad ni har för strategi vid investeringar av fastigheter?

- Lång sikt
- Kort sikt
- Förvaltningsstrategi
- Riskspridning
- Geografisk placering
- Storlek på objekt

Vilket samband finns mellan er strategi och vad ni är beredda att betala för investeringen?

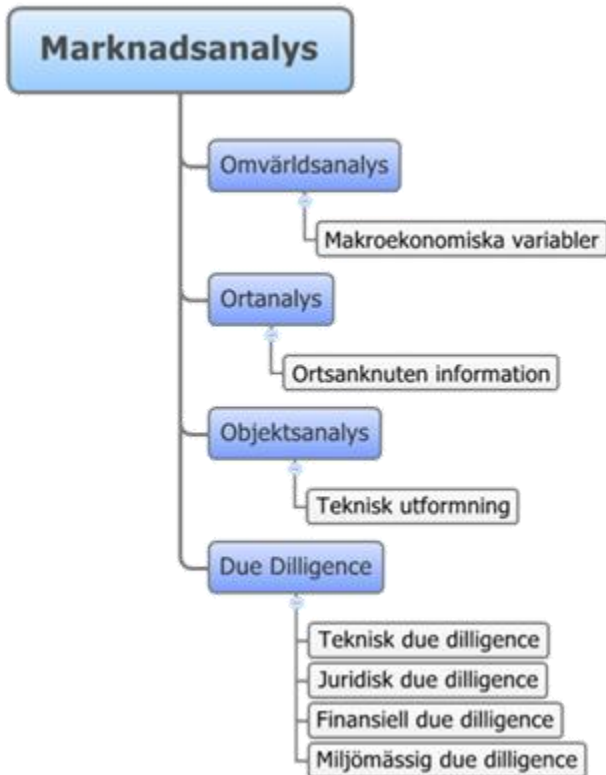
Vad anser er strategi är den viktigaste aspekten vid förvärv av fastighet?

Vad har ni för mål i era strategier? Vilka kriterier ska uppfyllas vid ett förvärv? Dvs. finansiella och ickefinansiella aspekter.

Hur går ni till väga för att uppnå era mål? Vilka alternativ behandlar ni innan ett eventuellt förvärv? Det vill säga stora/små fastigheter, ny-/befintlig byggnation, finansiering, område och fastighetstyp.

Hur går ni tillväga för att för att nå fram till ett investeringsbeslut?

Bilaga 2. Operationaliseringsprocess - marknadsanalys



När ni planerar att investera i en fastighet, hur studerar ni då makroekonomiska variabler?

- Ränta
- Inflation
- Konjunkturläge

Vilken information om orten inhämtar ni som kan stå till stöd för er värdering?

Vilken teknisk undersökning gör ni av en fastighet innan förvärv?

Vilken juridisk undersökning gör ni av en fastighet innan förvärv?

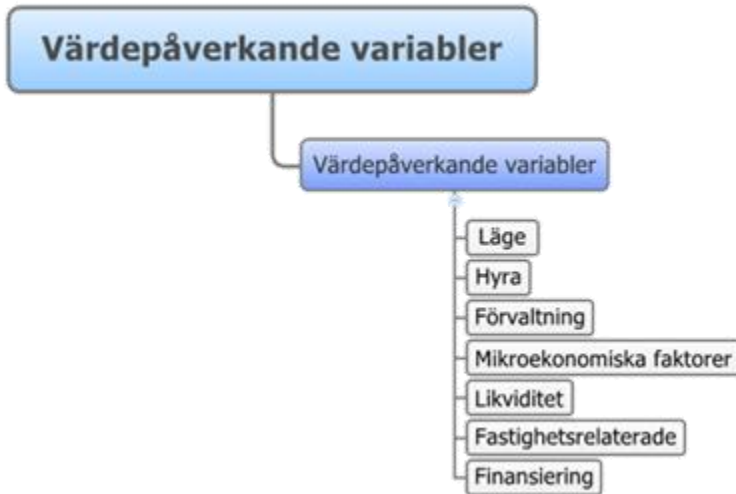
- Avtal, återstående löptid, hyresförordning
- Belastningar, servitut, tomträtt

Vilken finansiell undersökning gör ni av en fastighet innan förvärv?

- Intäkter, hyra,
- Kostnader, drift & underhåll

Vilken miljömässig undersökning gör ni av en fastighet innan förvärv?

Bilaga 3. Operationaliseringsprocess – värdepåverkande variabler



Vilka värdepåverkande variabler är viktigast för er strategi?

-Läget, hur ser området ut? Tillgänglighet?

-Hyra, möjlighet till värdetillväxt? Förväntad hyresutveckling?

-Förvaltning

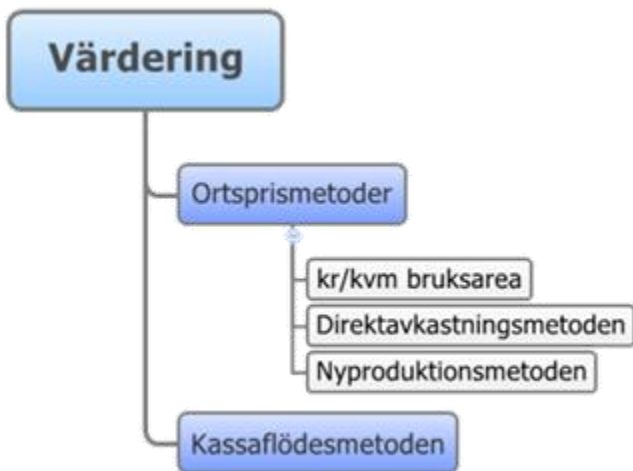
-Mikroekonomiska, utbud & efterfrågan?

-Likviditet, Hur lätt/svårt är det att bli av med objektet på den öppna marknaden

-Fastighetsrelaterade, möjlighet för expansion, ombildning, hur står areal täcker fastigheten?

-Finansiering, belåningsgrad

Bilaga 4. Operationaliseringsprocess - värdering



Vilka ortsprismetoder kollar ni på vid värdering av fastigheter?

- Direktavkastningsmetoden, hur är direktavkastningskravet beräknat?
- Kr/kvm
- Nyproduktionsmetoden

Vad är ert direktavkastningskrav baserat på? Varför den just X %?

- Hyra
- Drift
- Underhåll
- Totalt kapital
- Marknadsmässig

Hur går ni praktiskt tillväga när ni tillämpar kassaflödesmetoden

- Kalkylperiod
- Realt eller nominellt
- Kalkylränta, beräknad hur?
- Intäkter, vilka? Nominella eller reala?
- Kostnader, vilka? Nominella eller reala? Kapitalkostnader?
- Restvärdet, hur är det beräknat? Direktavkastning?

Hur beräknar ni er kalkylränta?

- Nominell eller real ränta
- Risk
- Inflation, beräknad på senaste året? Tio åren?
- Ränta, vilka avtal finns?

Hur beräknar ni eventuella restvärden i de fastigheter ni har i avsikt att förvärva?

- Avskrivningar

Bilaga 5 - Prospekt

Centralt belägen hyresfastighet (A-läge) i centrala Halmstad i gott skick.

Allmänt:

Boarea: 1200 kvm

Uppvärmningssystem: Fjärrvärme

Vatten och avlopp: kommunalt

Antal lägenheter: 20 stycken

Taxeringsvärde:

Fastighetsbeteckning: Fågeln 1:1

Lägenhetsfakta:

Fastigheten har 20 stycken lägenheter uppdelade på:

-10 stycken 2 rum och kök

-7 stycken 3 rum och kök

-3 stycken 4 rum och kök

Samtliga lägenheter är uthyrda.

Byggnadstyp:

Byggnadsår: 1950

Byggnadssätt:

Grund: källargrund

Stomme: betong

Bjälklag: betong

Fasad: Tegel

Takbeklädnad: Tegelpannor

Fönster: 2-glas

Ventilation: självdrag

Ekonomi:

Hyresintäkter: 1 248 000 kr

Drift- och underhållskostnader (Schablon) : 280 kr/kvm

Totalt: 336 000 kr

Övrigt:

Ett genomgående stambyte skedde 1995 och fjärrvärme installerades 2001. I samband med stambytet renoverades även samtliga toaletter (helkaklade). Köken fick nya kapitalvaror 2002 och samtliga rum har parkettgolv från 2009.

För övrigt belastas inte fastigheten av några rättigheter eller belastningar. Fastigheten säljs efter köparens önskemål antingen i bolagsform eller privat. Områdesbestämmelserna får Fågeln 1:1 säga att varje fastighet får max inneha totalt 20 stycken lägenheter. Hyrorna är förhandlingsordnade.