

Företagsekonomiska institutionen  
STOCKHOLMS UNIVERSITET

Kandidatuppsats 10 poäng  
VT 2006

## **Fallstudie – värdering av en hotellfastighet**

**Författare:**  
Siri Öhman  
831029-7489

**Handledare:**  
Claes Hägg  
Associate Professor PhD

## Sammanfattning

Syftet med denna uppsats har varit att värdera en hotellfastighet utifrån dels ägarens, dels potentiell köparens perspektiv för att se om det skulle löna sig för ägaren att sälja respektive behålla fastigheten. För att göra denna värdering har jag använt mig utav två metoder. Ortprismetoden innebär att man använder information om överlåtelser som skett av jämförelsebara objekt inom de närmast åren. För att vara jämförbart bör objektet vara en fastighet av samma typ, dvs en hotellfastighet, det bör vara beläget på samma eller motsvarande ort, inrymma samma typ av hotellverksamhet osv. Köpeskillingen relateras sedan till olika faktorer varefter ett värde kan sättas på värderingsobjektet. Avkastningsmetoden innebär att fastigheten värderas genom att man först uppskattar de överskott som fastigheten kan tänkas ge upphov till i framtiden. Därefter beräknas nuvärdet av dessa överskott.

Jag har med dessa två metoder erhållit mycket olika värden för fastigheten. Med ortprismetoden fick jag ett värde på 39,6 MSEK och med avkastningsmetoden fick jag ett värde på 83,8 MSEK räknat utifrån ägarens perspektiv och 88,8 MSEK räknat ut marknadens perspektiv. Skulle jag endast utifrån denna värdering rekommendera ägaren skulle jag rekommendera ägaren att sälja eftersom fastigheten är värd mer för köparen.

Ett värde på 39,6 MSEK motsvarar ett avkastningskrav på knappt 18 % vilket är mycket högt. Jag har därför ansett att det indikerar att det egentliga värdet är högre än så. Angående avkastningsmetoden har jag visat på att de antaganden man gör om främst avkastningskravet har stor påverkan på värdet. Jag har i uppsatsen räknat med ett avkastningskrav på 7,5 % och 8 % för köpare respektive säljare. I och med att marknaden torde vara självreglerande och med hänsyn till den lilla skillnad som antagits i avkastningskraven torde priset vid en överlåtelse av fastigheten i själva verket styras av de förhandlingar som sker vid överlåtelsen. Men de värden som räknas fram vid olika värderingar kan spela en viktig roll som utgångspunkt däri.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. INLEDNING .....</b>	<b>2</b>
1.1. PROBLEM.....	2
1.2. SYFTE.....	3
<b>2. METOD.....</b>	<b>3</b>
2.1. VETENSKAPLIGT FÖRHÅLLNINGSSÄTT .....	3
2.2. TILLVÄGAGÅNGSSÄTT .....	4
<b>3. FASTIGHETSVÄRDERINGSTEORI.....</b>	<b>5</b>
3.1. HOTELLFASTIGHETER .....	5
3.2. VÄRDETEORI, VÄRDERINGSTEORI OCH VÄRDERINGSMETODER .....	6
<i>Marknadsvärde.....</i>	7
3.3. VÄRDERINGSMETODER .....	7
<i>Ortprismetod.....</i>	8
<i>Inkomstmetoden.....</i>	9
<i>Kostnadsmetoden.....</i>	11
3.4. REALOPTIONS VÄRDERING.....	12
<b>4. FALLSTUDIE – SÅGTORP 3 (SCANDIC HOTELL TÄBY).....</b>	<b>13</b>
4.1. OBJEKTSBESKRIVNING.....	13
Läge.....	13
Planförhållanden .....	13
Taxeringsvärde.....	14
Tomtbeskrivning .....	14
Byggnadsbeskrivning .....	14
4.2. EKONOMISK REDOVISNING .....	14
Hyresavtal.....	14
Omsättning.....	15
Hyresintäkter.....	15
Driftnetto .....	16
4.3. MARKNADSANALYS .....	16
4.4. OMDÖME OM VÄRDERINGSOBJEKTET .....	18
4.5. VÄRDERING .....	18
<i>Ortprisanalys.....</i>	18
<i>Avkastningsanalys .....</i>	21
Ur ägarens perspektiv .....	21
Utifrån eventuell köparens perspektiv .....	23
<b>5. AVSLUTANDE DISKUSSION .....</b>	<b>24</b>
<b>6. KÄLLFÖRTECKNING.....</b>	<b>25</b>
6.1. LITTERATUR .....	25
6.2. TIDSKRIFTER.....	26
6.3. ELEKTRONISKA KÄLLOR .....	26
6.4. MUNTliga KÄLLOR.....	27
6.5. ÖVRIGT.....	27
<b>7. BILAGOR.....</b>	<b>27</b>

## 1. Inledning

### 1.1. Problem

Vid valet mellan att behålla eller avyttra en fastighet är det naturligtvis viktigt att man kan fastställa fastighetens värde. Det finns olika metoder för att göra det som varierar delvis beroende på vems värde man söker, vad det är man värderar osv.

## 1.2. Syfte

Syftet med denna uppsats är att värdera fastigheten Sågtorp 3 i Täby kommun utifrån dels ägarens, dels potentiell köparens perspektiv och undersöka huruvida det skulle löna sig för ägaren att sälja fastigheten eller om det är mer lönsamt att behålla den. Den aktuella fastigheten utgör en hotellfastighet där fastigheten och rörelsen ägs av olika personer.

## 2. Metod

### 2.1. Vetenskapligt förhållningssätt

Det primära syftet med utredningar och forskning är att producera kunskap. Den främsta skillnaden mellan dem är deras relation till teorin. Forskning har teoretisk förankring vilket innebär att den utgår från teorier och modeller. Utredningar har däremot inte sådan förankring. I detta avseende har denna uppsats forskningsinslag då den utgår från teorier och modeller.

Jag använder mig utav fallstudien som forskningsstrategi.<sup>2</sup> Med detta menas att jag riktar in mig på ett specifikt fall, ett specifikt objekt, och arbetar utifrån det.<sup>3</sup> En fallstudie kan ofta trots att den gäller ett speciellt objekt eller en speciell företeelse visa hur ett problem är, löses eller dylikt generellt.<sup>4</sup> Fallstudien är mer konkret och kan vara lättare att förstå än endast teorier eftersom abstraktionen delvis försvinner. Vidare kan sambanden mellan de olika faktorer som påverkar slutresultatet påvisas vilket gör att fallstudier tenderar att vara holistiska.<sup>5</sup> I en fallstudie kan man använda sig utav i princip alla metoder för att samla in information. Hur jag gått tillväga framgår av nästa avsnitt.

Forskning kan delas in i två inriktningar, kvantitativ och kvalitativ.<sup>6</sup> Kvantitativt inriktad forskning är forskning som använder sig utav statistiska bearbetnings- och analysmetoder. Sådan forskning utgår från att det finns en objektiv verklighet som vi kan observera och mäta, forskningen inriktas på resultatet.<sup>7</sup> Kvalitativt inriktad forskning använder sig av verbala analysmetoder. Här utgår man istället från att det finns flera verkligheter, allt kan inte mätas objektivt utan beror snarare på samspelet mellan människor. Tyngdpunkten av forskningen läggs på processen snarare än resultatet. Dessa metoder blandas ofta och jag har i denna uppsats inslag av bägge delarna. Kvantitativa delar av uppsatsen är bland annat att jag använder mig utav statistik om hotellbranschen för att göra en prognos om hur omsättningen för hotellet kommer att utvecklas under de närmaste åren. Vidare använder jag olika jämförelsetal för att jämföra värderingsobjektet med andra objekt. Kvalitativa inslag är bland andra att jag utförligt beskriver värderingsobjektet och dess olika egenskaper. Jag undersöker också hur de olika komponenterna i värderingen hänger ihop och påverkar resultatet.<sup>8</sup> Målet med denna uppsats är främst att värdera en fastighet, dvs den är inriktad på ett slutresultat.

<sup>1</sup> Patel, R. & Davidson, B, *Forskningsmetodikens grunder. Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, 2 u, Studentlitteratur, Lund, 1994, s 9.

<sup>2</sup> Jfr Denscombe, M, *Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, Lund, 2000, s 41 f.

<sup>3</sup> Jfr Merriam, S, *Fallstudien som forskningsmetod*, Studentlitteratur, Lund, 1994, s 24, samt Denscombe, M, *Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, Lund, 2000, s 41.

<sup>4</sup> Jfr Merriam, S, *Fallstudien som forskningsmetod*, Studentlitteratur, Lund, 1994, s 27.

<sup>5</sup> Denscombe, M, *Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, Lund, 2000, s 42.

<sup>6</sup> Patel, R. & Davidson, B, *Forskningsmetodikens grunder. Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, 2 u, Studentlitteratur, Lund, 1994, s 12.

<sup>7</sup> Jfr Merriam, S, *Fallstudien som forskningsmetod*, Studentlitteratur, Lund, 1994, s 31.

<sup>8</sup> Jfr Denscombe, M, *Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, Lund, 2000, s 206.

Men samtidigt är vägen dit viktig för att förstå hur även små ändringar i olika antaganden som görs kan ändra slutresultatet.

Vidare använder jag mig av ett deduktivt arbetssätt varmed menas att man utifrån allmänna principer och befintliga teorier drar slutsatser om enskilda företeelser. Jag använder mig utav teorier och modeller för värdering för att sedan komma fram till ett värde för ett utvalt objekt. Ett induktivt arbetssätt innebär istället att man formulerar en teori utifrån information om ett valt forskningsobjekt.<sup>9</sup>

## **2.2. Tillvägagångssätt**

Första delen av uppsatsen utgörs av ett teoriavsnitt som inleds med ett kortare avsnitt om hotellfastigheter och de säregenskaper dessa har. Vidare redogör jag för olika metoder som finns för att värdera fastigheter. I denna del har jag använt mig utav den rika litteratur som finns på området, dvs utav sekundärdata. Jag har främst riktat in mig på litteratur som handlar om just fastighetsvärdering, men har även använt litteratur som behandlar värdering generellt. Ju mer jag studerat området har jag dock erfarit att fastigheter är så speciella som värderingsobjekt att litteratur och metoder avpassade för fastigheter är mest lämpliga.

I efterföljande del applicerar jag tillämpliga värderingsmetoder på den utvalda fastigheten för att värdera den. Här använder jag mig av de värderingsteorier jag redogjort för i första delen och av data i den mängd jag fått tillgång till det angående den aktuella fastigheten, om branschen och andra hotellfastigheter. För att få reda på den aktuella fastighetsägarens avkastningskrav, planer för fastigheten och dylikt har jag även intervjuat denne ett flertal gånger, både via telefon och personligen. En del kontakter har varit mer omfattande medan andra främst har gällt frågor om några specifika siffror eller dylikt.

Vidare har jag använt mig utav offentligt tillgängliga uppgifter såsom t ex utdrag ur fastighetsregister. Jag även tagit kontakt med anställda på lantmäterikontor för att få hjälp med att förstå innebörden av detaljplaner mm. För att kunna jämföra fastigheten med liknande objekt har jag tagit fram den information som är offentligt tillgänglig. För fastigheter som nyligen bytt ägare har detta inneburit vissa problem eftersom det tar lång tid innan uppgifter om ny ägare mm finns i fastighetsregistret. För en del fastigheter har dessutom köpeskillingen utelämnats varför jag tagit del av köpebrev som finns i fysisk form hos inskrivningsmyndigheterna. Även här tar det tid innan köpebrev arkiverats och är tillgängliga.

För att kunna göra en prognos om framtida intäkter och dylikt har jag använt mig utav branschstatistik. Eftersom en prognos alltid är osäker valde jag att ta kontakt med en man på Sveriges Hotell- och Restaurangföretagare [SHR] som gör prognoser om utvecklingen för hotell- och restaurangbranschen, och som förhoppningsvis kan göra en så bra prognos som går att göra.

För att få inblick i det praktiska arbetet med fastighetsvärdering och få synpunkter och hjälp angående min värdering har jag även tagit kontakt med två personer som arbetar med fastighetsvärdering på FöreningsSparbanken, Göran Räckle som är chef för fastighetsanalys

<sup>9</sup> Patel, R., & Davidson, B, *Forskningsmetodikens grunder. Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, 2 u, Studentlitteratur, Lund, 1994, 21.

och Claes-Inge Fransson som är fastighetsspecialist. Jag har intervjuat dem om vad de anser om olika värderingsmetoder när det gäller att värdera hotellfastigheter och hur marknaden för hotellfastigheter ser ut, vilket avkastningskrav marknaden generellt har för dylika fastigheter, hur justerar man kostnaderna över tiden mm. Vidare har jag fått hjälp med att göra en ortprissökning på hotellfastigheter i deras datasystem. Båda är mycket kunniga på området, Göran Råckle undervisar i fastighetsvärdering på Kungliga Tekniska Högskolan och bäge har stor erfarenhet av fastighetsvärdering, i synnerhet kommersiella fastigheter. Med hänsyn till detta och till att jag själv saknar erfarenhet har jag valt att använda en del av den information jag erhållit från dem som i värderingsavsnittet.

Jag har i denna del alltså använt mig utav både primär- och sekundärdata.

Anledningen till att jag valde fastigheten Sågtorp 3 i Täby Kommun är att jag har möjlighet att få tillgång till information avseende hyreskontrakt, hyresintäkter, kostnader mm vilket krävs för att kunna göra en värdering. Vidare tycker jag att det var kul att arbeta med värdering av en hotellfastighet, som har en del särdrag från andra kommersiella fastigheter.

### 3. Fastighetsvärderingsteori

Fastighetsvärdering utgör ett eget värderingsområde och behandlas ofta separat från andra ekonomiska värderingsområden. Detta beror på att fastigheten som värderingsobjekt har många säregna egenskaper. Här kan nämnas dess varaktighet och att markanvändningen är reglerad vilket gör att möjligheterna till nyttjandesätt är begränsade. Vidare är varje fastighet unik beroende av att två annars lika fastigheter aldrig kan ligga på exakt samma ställe.<sup>10</sup>

#### 3.1. Hotellfastigheter

Hotellfastigheter har det primära syftet att tillhandahålla tillfällig övernattnings. Denna tjänst kombineras ofta med andra tjänster, t ex inryms även restaurang- och konferensavdelningar i många större hotell. Dessa avdelningar kan stå för en stor del av verksamhetens omsättning. I Sverige är det vanligt att fastighet och hotellrörelse inte ägs av samma person.<sup>11</sup> Detta beror delvis på att hotellkedjor som vill expandera kan sakna det kapital som krävs för att köpa eller bygga hotell i den takt de önskar.<sup>12</sup> Denna separation kan dock innebära risker för fastighetsägaren. Om rörelsen går i konkurs kan ett hyreskontrakt som var ingånget på många år bli värdelöst, och beroende på hyreskontraktets utformning kan ett vikande resultat innebära låga hyresintäkter.

I Sverige fanns år 2005 i snitt 1 699 hotellanläggningar med 33 447 796 disponibla rum. Av dessa var ca 47 % av rummen belagda under året, vilket utgjorde en ökning med drygt 6 % från året innan.<sup>13</sup> Den totala logiintäkten för 2005 uppgick till 12 620 205 000 kronor, vilket utgjorde en ökning med ca 8 % från 2004.<sup>14</sup> Detta innebär en logiintäkt per belagt rum på 796 kronor för 2005. Ser man endast till Stockholm var utvecklingen god även där. Antalet sålda gästnätter ökade från 407 000 styck under januari 2005 till 460 000 styck under januari 2006.<sup>15</sup>

<sup>10</sup> Haight, G. T., Singer, D., *The real estate investment handbook*, Wiley, New Jersey, 2005, s 4.

<sup>11</sup> Se t ex Capona AB:s årsredovisning 2004, s 22.

<sup>12</sup> Lind, H., *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggande, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 16.

<sup>13</sup> [http://www.scb.se/templates/Publikation\\_\\_\\_\\_157480.asp](http://www.scb.se/templates/Publikation____157480.asp), 2006-03-09.

<sup>14</sup> [http://www.scb.se/templates/Publikation\\_\\_\\_\\_157480.asp](http://www.scb.se/templates/Publikation____157480.asp), 2006-03-09.

<sup>15</sup> [http://www.scb.se/statistik/NV/NV1701/2006M01/NV1701\\_2006M01\\_SM\\_NV41SM0603.pdf](http://www.scb.se/statistik/NV/NV1701/2006M01/NV1701_2006M01_SM_NV41SM0603.pdf), 2006-03-09.

De större hotellkedjorna har som regel högre beläggning, detsamma gäller för hotell belägna i städerna. Vidare varierar naturligtvis beläggningen över året etc.

När fastighet och rörelse ägs av olika personer är det naturligtvis viktigt att veta hur kontraktet mellan dessa parter är utformat för att kunna värdera fastigheten. Det finns i princip tre olika typer av hyreskontakt mellan fastighetsägare och hotelloperatör.<sup>16</sup> Operatören kan betala en fast hyra vilket medför att fastighetsägarens intäkter, i likhet med t ex uthyrning av kontorsfastigheter, är oberoende av hur rörelsen går. En annan utformning är att hyran kopplas till hur bra rörelsen går. Man kan t ex ha en omsättningshyra med eller utan en viss minsta och/eller högsta hyra. Vidare kan ett managementkontrakt föreligga vilket innebär att fastighetsägaren anlitar ett företag som skall sköta hotellrörelsen mot viss ersättning. Fastighetsägaren är i detta fall alltså ansvarig för driften av rörelsen och ett egentligt hyreskontrakt föreligger därför inte. För de fall hyran är relaterad till omsättning eller resultat innebär detta en högre risk för fastighetsägaren. Denna risk innebär i regel att fastighetsägaren kräver högre genomsnittlig avkastning.<sup>17</sup> För ett kontrakts löptid gäller att en kortare sådan alltid innebär risk att man om relativt kort tid står utan hyresgäst och tvingas acceptera en låg hyra. Vidare finns en risk att en hotelloperatör med ett kontrakt på endast ett par år inte ser det som lönsamt att satsa lika mycket på verksamheten jämfört med vad som varit fallet vid en längre avtalsperiod. Hyresintäkterna är vidare beroende av hur parterna reglerat fördelningen av kostnader mellan sig.

### **3.2. Värdeteori, värderingsteori och värderingsmetoder**

Den nationalekonomiska neoklassiska skolan, med Marshall som främsta företrädare, lade grunden för modern värdeteori i slutet av 1800-talet.<sup>18</sup> För att nå det rätta värdet på ett föremål användes ett marknadspristänkande som objektiv värdemätare. Detta värde skulle på lång sikt vara lika med produktionskostnaden. Marshall utvecklade förutom en värdeteori även metoder att använda i det praktiska värderingsarbetet. Därför finner man i den neoklassiska skolan grunden till dagens huvudmetoder för fastighetsvärdering: sales comparison eller ortsprismetoden, the income approach eller avkastningsvärdemetoden och the cost approach eller kostnadsvärdemetoden.<sup>19</sup>

Inom fastighetsvärderingen görs en åtskillnad mellan värdeteori, värderingsteori och värderingsmetoder.<sup>20</sup> Värdeteori är den grundläggande filosofin om hur värde skapas. Värdeteorin är generell för alla typer av tillgångar som ger nytta över tiden. För att en fastighet skall kunna åsättas ett värde krävs att den är omsättningsbar och uppfyller ett behov hos någon med köpkraft.<sup>21</sup> Värderingsteorin innebär en konkretisering av värdeteorin. Olika typer av beslutssituationer kräver olika typer värdering. I en överlåtelsesituation vill man veta vad ägaren kan erhålla om han säljer fastigheten, man vill då veta marknadsvärdet på fastigheten.<sup>22</sup> I en innehavarsituation är man istället intresserad av att veta fastighetens

<sup>16</sup> Se Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggnad, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 30.

<sup>17</sup> Se Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggnad, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 34.

<sup>18</sup> Hager, R, *Värderingsrätt, särskilt om ersättning och värdering vid expropriation*, Stiftelsen Skrifter utgivna av Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet, GOTAB, Stockholm, 1998, s 132.

<sup>19</sup> Hager, R, *Värderingsrätt, särskilt om ersättning och värdering vid expropriation*, Stiftelsen Skrifter utgivna av Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet, GOTAB, Stockholm, 1998, s 135.

<sup>20</sup> Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 1.

<sup>21</sup> Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 2.

<sup>22</sup> Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 3.

avkastningsvärde.<sup>23</sup> Värderingsmetoder innebär ytterligare konkretion av värderingsteoris metoder som kan användas i det enskilda fallet. I modern tid har diskussionerna främst kretsat kring dessa metoder.<sup>24</sup>

## Marknadsvärde

Skillnaden mellan värde och pris ligger i att pris avser ett historiskt inträffat faktum medan värde avser ett uppskattat pris. Ett värde avser alltså något ännu inte inträffat.<sup>25</sup> Ett marknadsvärde är en uppskattning av det pris som skulle betalas vid en viss bestämd tidpunkt och bygger delvis på andra redan inträffade priser. Ett enskilt pris som faktiskt betalats för ett objekt kan därför inte utan annat stöd sägas vara objektets verkliga marknadsvärde.<sup>26</sup> Det har förekommit olika definitioner på marknadsvärdebegreppet, och begreppet har under lång tid varit föremål för diskussion.<sup>27</sup> En definition som vunnit vid acceptans är den som utfärdats av The international asset valuation standards committee, IAVS, Definitionen lyder: ”Market value is the estimated amount for which a property should exchange on the date of valuation between a willing buyer and a willing seller in arms length transaction after proper marketing wherein the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion”<sup>28</sup>. Alla dessa villkor kan inte upprätthållas vid varje givet tillfälle, marknadsvärdet kan därför sägas vara det mest sannolika pris som skulle erhållas om en fastighet såldes under existerande marknads villkor och under normala omständigheter.<sup>29</sup> Självklart blir marknadsvärdet säkrare om fastigheten är av standardiserat slag som frekvent finns ute till försäljning.

### 3.3. Värderingsmetoder

Valet av värderingsmetod avgörs i stor utsträckning av vilket värde som efterfrågas.<sup>30</sup> Vill man veta en fastighets avkastningsvärde skall man beräkna ett nuvärde av framtida nettoinbetalningar, kassaflöden. Metoden kallas ofta för en inkomstmetod eller en DCF-metod, Discounted Cash Flow. Vill man däremot veta vad som är det mest sannolika priset på en fastighet använder man sig istället av en ortprismetod, Market Comparison Method. Man bedömer alltså det mest sannolika priset utifrån vad som betalats för jämförbara fastigheter. En ortprisjämförelse kan naturligtvis endast användas när underlag för det finns. Kommersiella fastigheter överläts ofta som del i större affärer där fler tillgångar än en fastighet ingår vilket gör att det kan vara svårt att uppskatta värdet av den enskilda fastigheten.<sup>31</sup> För att uppskatta marknadsvärdet för en fastighet måste man därför ibland

<sup>23</sup> Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 3.

<sup>24</sup> Hager, R, *Värderingsrätt, särskilt om ersättning och värdering vid expropriation*, Stiftelsen Skrifter utgivna av Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet, GOTAB, Stockholm, 1998, s 139.

<sup>25</sup> Kinnard, W. N, *Income property valuation: Principles and techniques of appraising income-producing real estate*, Heath Lexington Books, 1971, s 11.

<sup>26</sup> Bejrums, H & Lundström, S, *Fastighetsekonomi. Hyresfastigheter. Diagnos, prognos, värdering*, VM Fastighetsekonomer AB, Stockholm, 1986, s 153.

<sup>27</sup> Se t ex Lind, H, *The definition of market value: Criteria for judging proposals and an analysis of three controversial components*, Working Paper no 28 Building and Real Estate Economics, Stockholm, 1997, s 1.

<sup>28</sup> Citerad efter Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 3.

<sup>29</sup> Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggnad, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 46, samt Kinnard, W. N, *Income property valuation: Principles and techniques of appraising income-producing real estate*, Heath Lexington Books, 1971, s 13.

<sup>30</sup> Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 114.

<sup>31</sup> Jfr, Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggnad, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 46.



komplettera med andra värderingsmetoder. Man talar ibland om en marknadssimulering.<sup>32</sup> Marknadens beteende vid fastställande av värde efterliknas, vilket medför att varje metod som skulle komma till användning på marknaden kan användas i denna uppskattning. Alltså kan t ex en avkastningsvärdering användas eftersom det kan användas av en köpare som avgör vad han är beredd att betala för en fastighet.<sup>33</sup>

## Ortprismetod

Ortprismetoden innebär att man först samlar in data om transaktioner för liknande fastigheter som den som skall värderas. Informationen som insamlats analyseras sedan och läggs till grund för en uppskattning om marknadsvärdet för fastigheten. Anbud som lagts för en fastighet torde kunna tas med i jämförelsen under förutsättning att de är allvarligt menade.<sup>34</sup> När tillräckligt med data insamlats skall man försöka avgöra hur jämförbara objekten är och bearbeta materialet så att en jämförelse blir möjlig.

En hyresfastighet är sällan likadan som en annan. Skillnaderna mellan de transaktioner, och eventuella anbud, som ingår i jämförelsematerialet kan enligt Jaffe & Sirmans delas in i fem huvudgrupper.<sup>35</sup> Dessa är tid, plats, finansiering, försäljningsvillkor och fysiska egenskaper. Värderaren skall ta ut de för fastighetens marknadsvärde avgörande egenskaperna och sortera in dem i dessa huvudgrupper, för att sedan kunna avgöra vad jämförelseobjektet hade sålts för om det hade varit av samma beskaffenhet som värderingsobjektet. Kategorin tid syftar på att jämförelseobjekten är historiska fakta och därför måste man avgöra om det pris som betalats för andra fastigheter skiljer sig från marknadsvärdet pga skillnaderna i tid. Här får hänsyn tas till inflation och till att utbud och efterfrågan av dylika fastigheter ändrats. Plats syftar till att platsen för objektet kan ha stor påverkan på priset. En kommersiell fastighet betingar ofta ett högre pris ju mer centralt den ligger. Angående kategorin finansiering kan anmärkas att om ett jämförelseobjekt t ex finansierats med räntevillkor under det normala betingar det troligen ett högre pris på objektet. Vidare kan det allmänna ränteläget ha förändrats eller andra beskattningsvillkor ha förelegat. Priset påverkas även av försäljningsvillkor, t ex objektets exponering på marknaden. Om ovanligt många liknande objekt bjudits ut under samma tidsperiod kan det medföra att priset blir lägre. Objektets fysiska egenskaper syftar slutligen på dess skick, storlek mm.

För att göra priser jämförbara kan man också räkna om dem till en gemensam prispåverkande faktor som förklarar skillnaden i marknadsvärdet mellan de olika fastigheterna.<sup>36</sup> Man normerar alltså priserna med denna prispåverkande faktor som grund. Denna omräkning kan ske på olika sätt.

*Bruttokapitaliseringsmetoden* innebär att priserna för jämförelseobjekten relateras till bruttohyra eller bruttointäkter. Man erhåller då fastighetspris per hyreskrona. Exempel;<sup>37</sup> antag

<sup>32</sup> Jfr Bejrums, H & Lundström, S, *Fastighetsekonomi. Hyresfastigheter. Diagnos, prognos, värdering*, VM Fastighetsekonome AB, Stockholm, 1986, s 143.

<sup>33</sup> Jfr Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggnad, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 47.

<sup>34</sup> Hager, R, *Värderingsrätt, särskilt om ersättning och värdering vid expropriation*, Stiftelsen Skrifter utgivna av Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet, GOTAB, Stockholm, 1998, s 156.

<sup>35</sup> Jaffe, A, & Sirmans, C.-F, *Fundamentals of real estate investment*, 3<sup>rd</sup> edition, Prentice Hall, New Jersey, 1995, s 316.

<sup>36</sup> Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 115, och Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggnad, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 48.

<sup>37</sup> Exemplet är hämtat ur Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 116.

att en fastighet A överlåtits för en köpeskilling på 3 750 000 kronor. Detta belopp delas med fastighetens bruttohyra som kan antas vara 500 000 kronor. En bruttokapitaliseringsfaktor erhålls då på 7,5. Om förfarandet upprepas för övriga jämförelseobjekt kan ett medeltal erhållas. Antag att ett medeltal framräknas som är 7,9. Har fastigheten som skall värderas en bruttointäkt på 510 000 kr får man ett marknadsvärde på  $7,9 * 510\ 000 = 4$  miljoner kronor.

En annan metod som kan användas är att man räknar fram *nettokapitaliseringsprocenten* genom att driftnettot, dvs hyresintäkter minus drift- och underhållskostnader divideras med köpeskillingen. Denna kvot kallas även för direktavkastning. För att räkna ut marknadsvärdet på den fastighet man skall värdera kan driftnettot för fastigheten användas och divideras med det medeltal av nettokapitaliseringsprocenten som man erhållit av jämförelseobjekten, jfr ovan.

*Köpeskillingskoefficientmetoden* innebär att pris relateras till fastighetens taxeringsvärde. Man erhåller då köpeskillingskoefficienten som visar priset per taxeringskrona. Liksom ovan görs detta för alla jämförelseobjekt varpå man räknar ut ett medeltal. Sedan tar man taxeringsvärdet för värderingsobjektet multiplicerat med medeltalet och får fram objektets marknadsvärde.

En *areametod* kan även användas där observerade priser relateras till fastighetens area. Denna metod är enkel att använda eftersom dessa värden framgår av t ex fastighetsregistret. Bruksarean på värderingsobjektet multipliceras med det medeltal som erhållits av jämförelseobjekten varvid ett marknadsvärde erhålls.

För hotellfastigheter kan man även relatera betalda priser för jämförelseobjekten till det antal rum som hotellfastigheten har.<sup>38</sup> För alla dessa metoder gäller naturligtvis att priserna varierar mellan fastigheterna med hänsyn till dessas läge, standard, driftskostnader mm. Innan dessa metoder tillgrips bör därför värderaren göra ett urval ur jämförelseobjekten och plocka ut objekt som är lika varandra med avseende på den aktuella metoden. Är det sedan relativt liten spridning i relationerna mellan t ex pris och bruttointäkt kan jämförelseobjekten ses så pass lika att metoden kan användas på värderingsobjektet.<sup>39</sup>

## Inkomstmetoden

En värdering enligt denna metod innebär att en fastighet värderas genom en uppskattning av de framtida överskott som fastigheten kan tänkas ge upphov till. Värdet erhålls genom att ett nuvärde av dessa överskott beräknas. När metoden används för att bedöma någons individuella avkastningsvärde utgår man från just dennes avkastningskrav och förväntade betalningsströmmar. Skall man bedöma ett sannolikt pris för en fastighet, dvs ett marknadsvärde använder man sig istället av ett genomsnittligt avkastningskrav. Denna metod används med fördel vid värdering av hotellfastigheter eftersom den i stor utsträckning tar hänsyn till hur marknaden tänker. De förväntade överskotten styr köparna och därmed även priserna.<sup>40</sup> Eftersom denna metod använder sig utav framtida värden och inte förflutna transaktioner tar den också hänsyn till förväntningar om framtiden. Vidare fångas svängningar i in- och utbetalningar som t ex beror på förväntade renoveringskostnader in. Dock finns

<sup>38</sup> Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggande, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 49.

<sup>39</sup> Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggande, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 49.

<sup>40</sup> Se Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggande, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 50.

motsvarande nackdelar med metoden. Det kan vara mycket svårt att uppskatta in- och utbetalningar för en lång tid framöver.

Vid värdering av en fastighet utgår man från följande formel<sup>41</sup> där första ledet är summan av nuvärdet av betalningsöverskotten för n antal år och det andra ledet är fastighetens nuvärde i slutet av år n.

$$V = \sum_{j=1}^n \frac{I_j - U_j}{(1+p)^j} + \frac{R}{(1+p)^n}$$

där

V = Värdet av det aktuella objektet

n = Det antal år för vilka en separat bedömning av in- och utbetalningar görs

I<sub>j</sub> = De inbetalningar objektet ger upphov till år j (antas infalla vid årets slut)

U<sub>j</sub> = De utbetalningar objektet ger upphov till år j (antas infalla vid årets slut)

R = Restvärdet, objektets värde i slutet av år n.

p = Kalkyräntan

Fastighetsvärderingen sker i tre steg:<sup>42</sup>

### 1. Marknadsanalys av rörelsen

I detta steg görs först en bedömning av övergripande faktorer. Hur ser den ekonomiska tillväxten och konjunkturen ut under de närmaste åren. Vidare kan det för mindre orter vara aktuellt att undersöka hur dess allmänna ekonomiska framtid ser ut, hur går det för de större företagen, hotas de av nedläggning mm. Försvinner verksamheter kommer troligen efterfrågan på hotellrum att gå ned. Sedan görs en analys av den lokala hotellmarknaden där man bland annat ser till snittpriser för hotellrum, hur efterfrågan har varit och hur affärsresandet mm tros utvecklas. Till sist görs en bedömning om den specifika fastigheten och hur den kan antas förhålla sig till den lokala hotellmarknadens utveckling. Här utreder man huruvida nya anläggningar skall öppna eller lägga ned på orten. Vidare kan betydelsen av eventuell kedjetillhörighet vägas in.

### 2. Bedömning av kontrakt mellan fastighetsägare och hotelloperatör

Föreligger det ett kontrakt utgår man från det. Ju kortare löptid detta har, ju mer relevant blir det att även bedöma sannolika framtida kontrakt. Som sagts ovan<sup>43</sup> är värdet av kontraktet beroende av hur hyran bestäms, hur kostnaderna fördelas osv. Är hyran relaterad till t ex omsättningen är det viktigt att bedöma hur stor beläggningen kan antas bli mm, denna siffra är oftast bättre för hotell som ingår i större kedjor. Utifrån detta görs en bedömning av fastighetsägarens kassaflöde, dvs dennes inbetalningar och utbetalningar.

### 3. Värdering av fastigheten

Kassaflödesprognosen används sedan för värdering av fastigheten. Används metoden för att bedöma ett marknadsvärde skall avkastningsvärdet sättas utifrån en bedömning av vad en genomsnittlig köpare kan antas ha för avkastningskravet. Vill man beräkna ett värde för en

<sup>41</sup> Formeln är hämtad ur Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggande, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 66.

<sup>42</sup> Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggande, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 67.

<sup>43</sup> Avsnitt 3.1. Hotellfastigheter.

specifik person, t ex en ägare skall dennes avkastningskrav användas. Generellt gäller att ju högre risk en viss investering innebär, ju högre kommer avkastningskravet att vara. Kalkylräntan skall spegla det totala avkastningskravet, inbegripet både löpande avkastning och eventuell avkastning i form av värdestegring av fastigheten. Räntekravets storlek är beroende av den långsiktiga realräntan på statsobligationer, vilket är ca 3 %, samt storleken på inflationen.<sup>44</sup> Inflationsmålet är för närvarande 2 % med ett toleransintervall om +/- en procentenhet.<sup>45</sup> Vidare beror räntekravet på investeringens risk. Hotellfastigheter innebär i regel en större risk än innehav av kontorsfastigheter. Naturligtvis varierar risken mellan olika hotellfastigheter. I princip löper hotell belägna i större städer mindre risk för hög vakansgrad. Som antytts varierar även risken mellan olika kontraktstyper. Hur långt tidsperspektiv<sup>46</sup> man skall använda kan bestämmas utifrån investerarens placeringshorisont eller investeringens ekonomiska livslängd.<sup>47</sup>

När man beräknar en fastighets värde med hjälp av en nuvärdesformel görs ett antal antaganden och osäkra bedömningar. Därför är det viktigt att undersöka hur känsligt det framräknade värdet är för ändringar i dessa antaganden som gjorts, dvs man bör göra en känslighetsanalys. Dessutom kommer förändringar i en variabel ofta påverka flera andra. Om t ex räntan går upp kanske inflationstakten går ner osv.

En annan variant av nuvärdesmetod är den sk I/K metoden eller räntabilitetsmetoden. Den går ut på att beräkna de sammanlagda nuvärdena av årliga nettoavkastningar. Värderingen sker utifrån ett års resultat som bör vara så genomsnittligt som möjligt. Driftsnettot diskonteras sedan för evigt. Denna modell tar ingen hänsyn till restvärdet varför ett avskrivningbelopp bör vägas in i avkastningskravet.

## Kostnadsmetoden

Produktionskostnadsmetoden bygger på tanken att ingen är beredd att betala mer för ett visst objekt än vad det hade kostat denne att själv tillverka eller i ordningsställa motsvarande egendom, det ligger alltså en utbyttestanke bakom.<sup>48</sup> Bedömningen av en fastighets marknadsvärde innebär först en bedömning av markvärde och vad det skulle kosta att uppföra en liknande byggnad som den befintliga. Vidare skall nedskrivning av denna nyproduktionskostnad göras eftersom den befintliga byggnaden är äldre och har kortare återstående livslängd, den kan vara omodern mm.<sup>49</sup> Metoden är främst aktuell när andra metoder inte går att använda.<sup>50</sup> Det kan gälla fastigheter som normalt inte säljs på en marknad, t ex fastigheter i offentlig regi där andra intressenter av olika anledningar inte går att finna eller fastigheter som t ex en privatägd kyrka. Metoden används också för att få fram ett maximipris på en fastighet. Man räknar ut ett högsta pris som bör betalas för objektet med hänsyn till alternativet att själv förvärva mark och uppföra likvärdigt objekt. Uträkningen kan även göras som en kontroll av rimligheten av priset.

<sup>44</sup> [http://www.riksbank.se/pagefolders/21854/2005\\_3\\_sve.pdf](http://www.riksbank.se/pagefolders/21854/2005_3_sve.pdf), 2006-03-09.

<sup>45</sup> <http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=11017>, 2006-03-09.

<sup>46</sup> Variabeln  $n$  i formeln.

<sup>47</sup> Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 127.

<sup>48</sup> Jaffe, A, & Sirmans, C.-F, *Fundamentals of real estate investment*, 3<sup>rd</sup> edition, Prentice Hall, New Jersey, 1995, s 319.

<sup>49</sup> Se Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggnad, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 52.

<sup>50</sup> Jaffe, A, & Sirmans, C.-F, *Fundamentals of real estate investment*, 3<sup>rd</sup> edition, Prentice Hall, New Jersey, 1995, s 319.

Kostnadsmetoden är mindre lämplig vid värdering av hotellfastigheter.<sup>51</sup> När konjunkturen är på uppgång är många villiga att betala ett pris som ligger över nyproduktionskostnaden bland annat eftersom de omedelbart vill bli ägare till en fastighet och slippa vänta den tid byggnationen tar. När istället konjunkturen är på väg nedåt faller priserna troligen ned under produktionskostnaderna. Dessutom är det mycket svårt att i städer finna möjligheter till nyproduktion av bland annat hotellfastigheter.

### 3.4. Realloptionsvärdering

En option är en framtida valmöjlighet. Man har rätt att utföra en handling men har ingen skyldighet att göra det. Denna valmöjlighet utgör ett värde eftersom handlingen endast kommer att genomföras om den medför ett positivt värde, i annat fall kommer man att avstå från den. En optionsvärdering kommer alltså att innebära ett lika stort eller högre värde än värdet vid nuvärdesmodeller. Man talar oftast om finansiella optioner, t ex aktieoptioner. Härmed menas en rättighet att i framtiden köpa eller sälja en viss aktie till ett visst bestämt pris. Aktien utgör då den underliggande tillgången. En europeisk option är en option som bara får lösas in vid ett bestämt inlösendatum medan en amerikansk option får lösas in vid alla tidpunkter fram till sista inlösendatum. Det finns i princip fyra olika faktorer som påverkar värdet av en option. Dessa är:<sup>52</sup>

1. aktuellt pris på den underliggande tillgången i förhållande till lösenpris. Värdet på en köption ökar när priset på den underliggande tillgången ökar liksom värdet på en säljoption ökar när värdet på den underliggande tillgången minskar.
2. variansen i avkastningen på den underliggande tillgången. Ju större variansen är desto högre är värdet på optionen.
3. tid till inlösen, optionsvärdet ökar ju längre tid som är kvar till inlösen.
4. storleken på den riskfria räntan, optionens värde ökar när räntan ökar.

Realloptionsteorin utgör en anpassning av den optionsteori som används för prissättning av finansiella tillgångar, men där den underliggande tillgången är reala tillgångar. En stor skillnad mellan dessa är att det för realoptioner normalt inte finns någon marknad där den underliggande tillgången kan handlas eftersom denna normalt inte finns förrän investeringen är genomförd. Realloptionsvärdering utgör i vissa fall ett mycket bra komplement till traditionella kassaflödesmodeller. Fördelen med realloptionsteorin är att den tar hänsyn till värdet av flexibilitet. Man kan ta hänsyn till värdet av valmöjligheten att kunna fatta nya beslut i takt med att ny information framkommer vilket inte är möjligt i t ex en kassaflödesmetod. Detta kan medföra att värderingsobjekten undervärderas.<sup>53</sup> De fyra vanligaste realloptionerna är:<sup>54</sup>

1. möjlighet att välja om en investering skall genomföras. En investering kan dock till följd av lagstiftning etc vara ofrivillig.
2. möjlighet att välja när en investering skall genomföras. Normalt kan det ske när som helst i framtiden, dvs det är en evig amerikansk option, men det kan finnas begränsningar i och med bestämmelser i en detaljplan mm.
3. möjlighet att välja investeringsvolym, att t ex välja hur mycket som skall bebyggas.

<sup>51</sup> Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggnad, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995, s 53.

<sup>52</sup> Gunnelin, Å, *Värdering av fastigheter under osäkerhet, tillämpning av optionsteori*, Licentiatavhandling, Meddelande 5:42, Inst. Fastigheter och byggande, Avd. Bygg- och fastighetsekonomi, Stockholm, 1995, s 19.

<sup>53</sup> Nyllinge, P, *Den osäkra framtiden är vår – realloptionernas tidevarv*, Balans, 2000 nr 5, s 52.

<sup>54</sup> Gunnelin, Å, *Värdering av fastigheter under osäkerhet, tillämpning av optionsteori*, Licentiatavhandling, Meddelande 5:42, Inst. Fastigheter och byggande, Avd. Bygg- och fastighetsekonomi, Stockholm, 1995, s 35.

4. möjlighet att välja investeringens ändamål, även här kan finnas begränsningar på grund utav detaljplan mm.

För traditionella avkastningsmetoder kommer värdet på en investering att minska ju större risken bedöms vara. Detta eftersom avkastningskravet ökar när en riskfaktor tas med. Vid optionsvärdering förhåller det sig annorlunda, optionsvärdet ökar med ökad osäkerhet om hur framtiden ser ut.<sup>55</sup>

Optionsmodeller används inte i samma utsträckning som andra värderingsmodeller vid värdering av fastigheter. Detta kan bero på att de upplevs som mer svårtillgängliga. För att kunna använda sig av optionsvärdering krävs information om bland annat förväntat avkastningsmönster för den underliggande tillgången, dvs hur förväntas avkastningen vara och variansen av denna. Vidare krävs information om den riskfria räntan.<sup>56</sup>

## 4. Fallstudie – Sågtorp 3 (Scandic Hotell Täby)

Vid en fastighetsvärdering bör utförliga uppgifter om fastigheten som sådan ges.<sup>57</sup> Här i inbegrips uppgifter om fastighetsbeteckning, eventuella byggnationer och dess skick, areal, förvärvsdatum, köpeskilling mm.

### 4.1. Objektsbeskrivning

Fastigheten som jag valt att värdera är fastigheten Sågtorp 3 i Täby kommun.

#### *Läge*

Fastigheten är en hotellfastighet belägen i Roslags-Näsby vid E18 (Norrtäljevägen). Gatadressen är Näsbyvägen 2. Avståndet till Stockholm är ca 15 kilometer. Inom närområdet finns en bensinstation, ett obebyggt skogsområde samt ett villaområde. I Täby Centrum som är beläget ca 1,5 kilometer från fastigheten finns servicefunktioner. Avståndet till allmänna kommunikationsmedel, Roslags-Näsby station på Roslagsbanan, är ca 0,5 kilometer.

#### *Planförhållanden*

Fastigheten omfattas av detaljplan från 1977-07-08 och 1981-11-20 för kvarteret Konvaljen. Den nuvarande detaljplanen omfattar en bruttoarea på 70 000 kvadratmeter. Byggrätten för planen gäller alltså hela detta område, som till stor del är obebyggt. Det pågår dock arbete med att göra en ny detaljplan varför den gamla detaljplanen är inaktuell. I princip beviljas inte bygglov när planarbete pågår, men bygglov kan beviljas om det ryms inom den sk illustrationen som hör till detaljplanen men är icke-bindande. Vidare krävs att det bygglovet omfattar skall kunna vara kvar i oförändrat skick efter det att den nya detaljplanen träder i kraft. Enligt den illustration som finns för det aktuella området gäller för fastigheten Sågtorp 3 att det där kan finnas ett femvåningshus, vilket i princip är det som finns i dagsläget. Utrymmet för ytterligare bebyggelse är mycket liten. Underhållsåtgärder torde kunna genomföras medan ny- och tillbyggnader ej torde kunna uppföras på fastigheten.<sup>58</sup> Vidare finns för området en planskiss där bland annat 100 nya lägenheter skall kunna uppföras 2007.

<sup>55</sup> Gunnelin, Å, *Värdering av fastigheter under osäkerhet, tillämpning av optionsteori*, Licentiatavhandling, Meddelande 5:42, Inst. Fastigheter och byggande, Avd. Bygg- och fastighetsekonomi, Stockholm, 1995, s 62.

<sup>56</sup> Gunnelin, Å, *Värdering av fastigheter under osäkerhet, tillämpning av optionsteori*, Licentiatavhandling, Meddelande 5:42, Inst. Fastigheter och byggande, Avd. Bygg- och fastighetsekonomi, Stockholm, 1995, s 63.

<sup>57</sup> Se *The appraisal of real estate*, 12<sup>th</sup> ed, The Appraisal Institute, USA, 2001, s 614 f samt *Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering*, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004, s 134.

<sup>58</sup> Uppgifter från Cecilia Ekeröth, Täby kommun.

Detta kräver i princip att arbetet med den nya detaljplanen kommer igång under 2006. 2006-03-10 hade detta arbete ännu inte påbörjats. Skulle fastighetsägaren till Sågtorp 3 vilja ha bygglov för att t ex uppföra en ny byggnad krävs alltså att förutsättningar för det tas in i detaljplanen. Ett sätt att påverka detta är att inlämna ett förslag om ny bebyggelse till kommunen som kan beakta det i den nya detaljplanen alternativt göra en egen detaljplan för fastigheten.<sup>59</sup> Det senare alternativet kan vara att föredra ut fastighetsägarens perspektiv eftersom hänsyn inte behöver tas till fastigheterna runt om när byggrätten behandlas.

#### *Taxeringsvärde*

Taxeringsvärdet för 2005 är totalt 22 214 000 kronor varav 18 200 000 kronor belöper på byggnaden. Typkoden för fastigheten är 322.

#### *Tomtbeskrivning*

Fastighetens areal uppgår till 8 034 kvm. Tomten är i huvudsak plan. Den obebyggda delen utgörs av ca 150 stycken asfalterade parkeringsplatser och körytor.

#### *Byggnadsbeskrivning*

Fastigheten är bebyggd med en byggnad uppförd 1982 som har sex våningar med en utbyggd entrévåning på första planet. Byggnadens area är 4 260 kvadratmeter. Det finns ingen källare. Stommen utgörs av betong med bjälklag i betong. Ytterväggarna är i huvudsak tegelbeklädda. Uppvärmning sker med fjärrvärme och värmedistributionen är vattenburen. Det finns två hissar med kapacitet för åtta personer. Byggnaden utgör en hotellbyggnad som i sin helhet används för hotellverksamhet. Det finns 120 hotellrum med normal standard med parkettgolv. Badrummen är helkaklade med klinkergolv och inrymmer dusch eller badkar. Låssystemet är kortbaserat. Av hotellrummen utgör 40 dubbelrum och 80 enkelrum, varav 30 stycken kan öppnas mot ett angränsande enkelrum vilket möjliggör parvis uthyrning. I bottenplanet inryms reception, lobby, kontor, konferensutrymmen, restaurangutrymmen med bar och kök. Vidare finns personalutrymmen och personalmatsal. Härutöver finns en pool och bastuavdelning med dusch- och omklädnadsutrymmen samt solarium.

År 2002 utfördes en del renoverings- och underhållsåtgärder av Scandic där hotellrummen underhölls med bland annat nya dörrar och reparation av vissa badrum. Vidare renoverades även bland annat pool och bastuområdet samt entrén delvis. Kostnaden uppgick till ca 1 miljon kronor.

## **4.2. Ekonomisk redovisning**

#### *Hysesavtal*

Byggnaden är uthyrd till Scandic Hotels AB som enligt kontraktet skall använda den till hotell- och restaurangverksamhet. Lokalen uthyrs utan särskild för verksamheten avsedd inredning. Hyseskontraktet är ingånget 2002-09-01 och löper till 2012-08-31, dvs på tio år. Uppsägning skall ske skriftligen minst nio månader före den avtalade hyrestidens utgång, i annat fall förlängs kontraktet med tre år för varje gång.

Hyran utgörs av omsättningshyra med en garanterad minimihyra för restaurangdelen. Hyra betalas dels med 30 % av all omsättning från logiintäkter i hotellverksamheten, dels med 9 % av all omsättning från restaurangverksamheten inklusive försäljning av t ex minibar och betal-tv. Dock uppgår hyran avseende logiverksamheten endast till 26 % så länge rörelsen drivs av

<sup>59</sup> Uppgifter från Cecilia Ekeröth, Täby kommun.

Scandic Hotels AB eller bolag inom samma koncern. Minimihyran för restaurangdelen uppgår till 500 000 kronor per hyresår. Vidare innehåller kontraktet en klausul som innebär att om den totala hyran för ett hyresår understiger en viss miniminivå har hyresvärden rätt att säga upp hyresavtalet varvid hyresgästen inte har rätt till ersättning. Minimnivån är enligt kontraktet 3 600 000 kronor för första hyresåret, därefter indexreglerat med utgångspunkt i konsumentprisindex för juli 2002. Hyresgästen kan betala extra hyra för att komma upp till denna miniminivå. Hyresgästen erlägger utöver hyran moms. Hyran betalas i förskott kvartalsvis och justeras i efterhand. Uppvärmning av lokalen, el och andra driftskostnader ombesörjs och bekostats av hyresgästen. Hyresgästen betalar även fastighetsskatten.

I kontraktet finns även en klausul vari framgår att hyresvärden eventuellt planerar att uppföra ny byggnation på fastigheten under förutsättning av myndighets och hyresgästs godkännande. Scandic har enligt samma klausul förbundit sig att medverka till detta om rimliga villkor erbjuds för ändringar av kontraktet som detta kan medföra etc. Denna byggnation får dock inte användas för att bedriva med hotellet konkurrerande verksamhet. Lägenhetshotell för uthyrning i perioder om minst 14 dagar skall inte anses som konkurrerande verksamhet. Som sagt ovan<sup>60</sup> kan det emellertid bli svårt att få bygglov för ny bebyggelse.

#### Omsättning

Omsättningsutvecklingen för Scandic Täby har utvecklats enligt följande de senaste åren:

År	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Omsättn tkr	25 314	24 789	23 776	19 743	20 931	24 380

Omsättningen för år 2005 framgår nedan månadsvis. Raden under avser hur många procent omsättningen utgör jämfört med samma månad 2004, är siffran under 100 har omsättningen alltså minskat.

Månad	januari	februari	mars	april	maj	juni
Omsättn tkr	1 886	1 795	1 512	2 079	2 198	1 958
% mot 2004	122	127	79	135	114	125
Månad	juli	augusti	september	oktober	november	december
Omsättn tkr	1 171	1 896	3 049	2 486	2 686	1 694
% mot 2004	106	102	134	112	131	113

#### Hyresintäkter

Hyresintäkterna från fastigheten de senaste åren har varit:

År	1997	1998	1999	2000	2001
Hyresintäkter tkr	3 019	3 494	3 696	4 328	4 203
Index (1997=100)	100	115	122	143	139
År	2002	2003	2004	2005	2006 (prog)
Hyresintäkter tkr	4 593	4 737	4 954	5 758	5 950
Index (1997=100)	152	156	164	191	197

<sup>60</sup> Se avsnitt 4.1. planförhållanden.



Av detta kan utläsas att medan omsättningen gick ned år 2002-2004 ökade hyresintäkterna. Detta beror på att ett nytt, för hyresvärden förmånligare, kontrakt ingicks 2002 med ändrade villkor för hyresberäkningen.

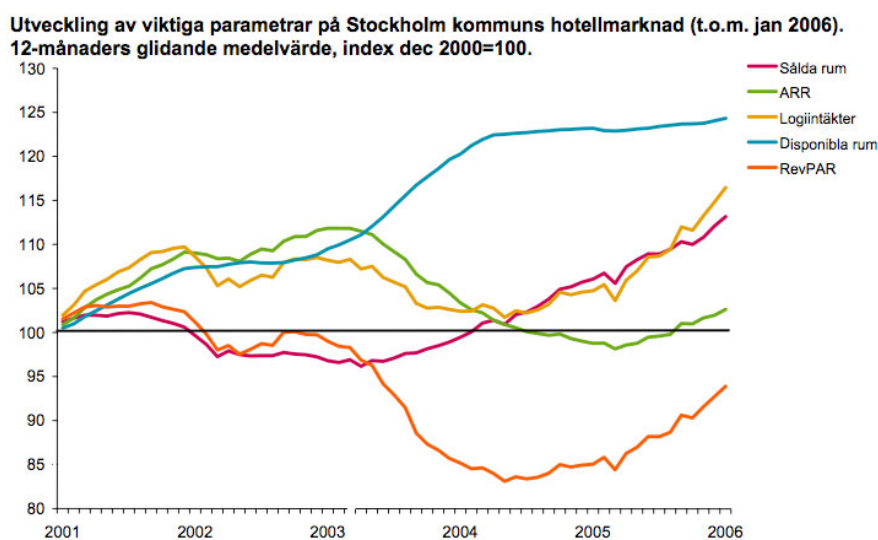
#### *Driftnetto*

Driftnettet utgörs av hyresinbetalningar minskat med utbetalningar för drift (inklusive fastighetsskatt) och underhåll.<sup>61</sup> Driftnettet skall täcka kostnader för lånat kapital, dvs räntor och amorteringar och ge förräntning på eget kapital. Driftnettet används bland annat till att räkna ut en fastighets avkastnings- och marknadsvärde.

Det aktuella kontraktet stipulerar att hyresgästen ombesörjer och bekostar driften av insidan av byggnaden, tomt, värme, vatten mm. Hyresvärden svarar dock för grundinvesteringen för detta. Vad gäller fasad, tak och fönster svarar hyresvärden även för driften. Vidare svarar hyresvärden för försäkringen av fastigheten som uppgår till 70 000 kronor för 2006.

### **4.3. Marknadsanalys**

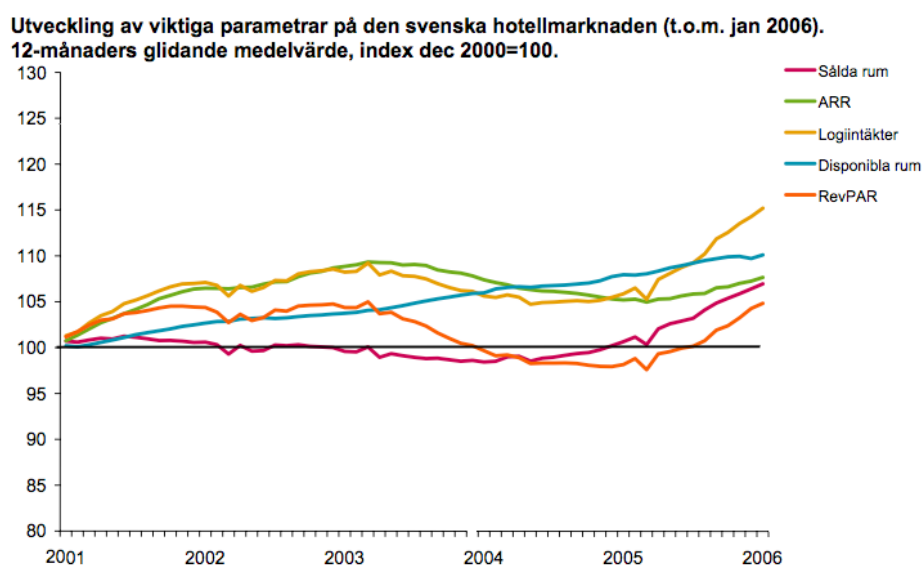
Under 2003 och 2004 var hotellkonjunkturen ganska trög. Antalet sålda rumsnätter steg från 2003 till 2004 endast med 1,8 % till 14,9 miljoner. Samtidigt sjönk snittpriset för antalet sålda rum under perioden. Detta gjorde att de totala logiintäkterna var oförändrade från 2003 och låg på 11,6 miljarder kronor för 2004.<sup>62</sup> Under 2005 var dock uppgången stark med en ökning på 6 % för hotellbranschen jämfört med året innan. Av nedanstående diagram framgår utvecklingen för hotellbranschen under de senaste fem åren i Stockholm och i Sverige. ARR (average room rate) står för intäkt per sålt hotell rum. RevPAR (Revenue per available room) står för intäkt per tillgängligt hotellrum.



Källa: Nutek/Statistiska centralbyrån (SCB), bearbetning SHR

<sup>61</sup> Fastighetsvärdering, s. 139.

<sup>62</sup> Granhed, G, *Hotellåret 2004*, Restauratören Nyheter, 2005 nr 7.



Källa: Nutek/Statistiska centralbyrån (SCB), bearbetning SHR

Av diagrammet för Stockholm framgår att antalet sålda rum ökat sedan början av 2004. Antalet disponibla rum ökade dramatiskt under 2003 vilket medförde att intäkterna per tillgängligt hotellrum gick ned. Sålda rum och logiintäkter har för Stockholm gått upp sedan mitten av 2004 medan ökningen av hela landet kom först i början av 2005.

Ökningen spås inte vara lika stor 2006 som för 2005 men på grund av en stark marknad tros ändå på ökning.<sup>63</sup> 2006 är valår vilket innebär mycket pengar för hotellbranschen.<sup>64</sup> Enligt uppgifter från SHR är det svårt att sia om utvecklingen under 2007 och framåt.<sup>65</sup> Hotellbranschen är dock beroende av konjunkturen, skulle den vända och gå ned kommer även hotellkonjunkturen stegvis att gå ned. I fastighetsbranschen brukar man räkna med cykler om cirka 10 år.<sup>66</sup> Detta skulle innebära att en nedgång är att vänta runt 2010. Å andra sidan är marknaden idag mer känslig för naturkatastrofer och annat som inträffar även på

<sup>63</sup> Uppgifter från Göran Granhed, branschekonomen SHR.

<sup>64</sup> Uppgifter från Göran Granhed, branschekonomen SHR.

<sup>65</sup> Uppgifter från Göran Granhed, branschekonomen SHR.

<sup>66</sup> Uppgifter från Göran Räckle, Head of real estate analysis, FöreningsSparbanken.

andra sidan jorden på grund utav att världsekonomin är så pass integrerad.<sup>67</sup> Sammanfattningsvis väntas 2006 och 2007 bli bra år för hotellbranschen och troligen är en nedgång att vänta först närmare år 2010.

#### 4.4. Omdöme om värderingsobjektet

Hotellet är ett traditionellt Scandic hotell i ytterstadsläge i normalt skick. Exponeringen är bra liksom kommunikationsläget. Rumsdispositionen är effektiv. Intäktsandelen från konferens- och restaurangdelen är enligt uppgifter från fastighetsägaren små i jämförelse med branschgenomsnittet.<sup>68</sup> Tillhörigheten till hotellkedjan Scandic är positiv för fastighetsägaren eftersom det ofta innebär en något mindre risk för hög vakans.<sup>69</sup>

#### 4.5. Värdering

##### Ortprisanalys

I arbetet med att få fram jämförelsematerial för att kunna värdera den aktuella fastigheten har jag bland annat tittat på de stora fastighetsbolagens förvärv och avyttringar för de senaste åren. Jag har dock stött på problem eftersom att många transaktioner avser ett stort antal fastigheter med stor geografisk spridning vilket gör att det är svårt att veta vad just den fastighet som verkar intressant hade för värde i affären. Vidare finns det en stor fördröjning mellan att två parter gör upp om en fastighetsaffär och det att uppgifter om köpeskilling blir tillgängligt för allmänheten, dvs då köpebrevet finns arkiverat hos inskrivningsmyndigheten. Det kan bli nödvändigt att titta i dessa om köpeskillingen är utelämnad ur lagfarten på grund utav att parterna vill hålla köpeskillingen mindre offentlig eller dylikt. Jag har även fått hjälp av Göran Räckle på FöreningsSparbanken som gjort en ortprissökning i deras datasystem på överlåtelse av fastigheter med typkod 322.

Nedan följer en förteckning avseende ett antal försäljningar av hotellfastigheter under de senaste åren. Endast hotellfastigheter är aktuella som jämförelseobjekt eftersom de som ovan anförts<sup>70</sup> har många särdrag till övriga kommersiella fastigheter.

Tidpunkt	Hotell	Ort	Antal rum	Köpeskilling
Juni 2001	Mr Chip	Kista	150	124 MSEK
Okt 2003	Scandic	Trondheim	154	47 MSEK
Dec 2003	Scandic	Stavanger	153	44 MSEK
Dec 2004	Park Hotell	Täby	147	44,9 MSEK
Dec 2004	Aronsborg hotell	Bålsta	196	355 MSEK
Aug 2005	Scandic Sergel Plaza	Stockholm	403	565 MSEK
Aug 2005	Scandic Kungens Kurva	Huddinge	257	70 MSEK
Dec 2005	Scandic Upplandia	Uppsala	130	81 MSEK
Feb 2006	Hotell Roslagen	Norrälje	52	96 MSEK
Feb 2006	Pensionat Norrviken	Sollentuna	7	5 MSEK
Mar 2006	Skogshem & Wijk	Lidingö	196	122 MSEK

<sup>67</sup> Uppgifter från Göran Räckle, Head of real estate analysis, FöreningsSparbanken.

<sup>68</sup> Bekräftat av Göran Räckle, Head of real estate analysis, FöreningsSparbanken.

<sup>69</sup> Jfr ovan avsnitt 3.1. Hotellfastigheter.

<sup>70</sup> Se ovan avsnitt 3.1. Hotellfastigheter.

---

Som synes har dessa transaktioner stor geografisk spridning. Försäljningar som skett på andra orter än Storstockholm torde inte vara jämförbara med det aktuella värderingsobjektet eftersom marknaden på andra orter skiljer sig väsentligt från den i Stockholm. Exempelvis skiljde sig som tidigare anförts utvecklingen för hotellbranschen i Stockholm från den i hela landet. Vidare är risken för t ex hög vakans mindre i en så stor stad som Stockholm. Med hänsyn till detta har jag börjat med att rensa bort de transaktioner som inte avser fastigheter belägna i Storstockholm. Eftersom fastighetsmarknaden och hotellkonjunkturen hela tiden förändras utgör inte heller transaktioner som ligger mer än ett par år tillbaka bra jämförelseobjekt. Återstår gör då försäljningarna som avser Täby Park Hotell, Scandic Sergel Plaza, Skogshem & Wijk konferensanläggning, Scandic Kungens Kurva, samt Pensionat Norrviken

Täby Park Hotell har som framgår ovan 147 rum. Fastighetens area är 13 600 kvadratmeter och hotellet inrymmer konferens- och restaurangutrymmen. Fastighetsbeteckningen är Åkerbyl 12. I december 2004 överläts fastigheten av Capona AB till Guldsålen J468 AB respektive Nobis BA. Köpeskillingen uppgick till ca 45 MSEK vilket utgjorde en realisationsförlust om 9 MSEK för Capona. Enligt uttalande från VD Clas Hjort var affären bra för Capona eftersom fastigheten inte nått upp till deras avkastningskrav.<sup>71</sup> Jag anser att detta utgör ett relativt bra jämförelseobjekt på grund av dess läge, verksamhetsinriktning mm.

Scandic Sergel Plaza har en yta på 25 600 kvadratmeter och inrymmer 403 rum. Överlåtelsen som skedde från AP fastigheter till Stena fastigheter avsåg tomträtten Skansen 18. Köpeskillingen uppgick till 565 MSEK. Köpet avsåg alltså till skillnad från övriga fall en tomträtt, vilket naturligtvis inverkar på värdet. Generellt kan sägas att en tomträtt med ett tomträttsavtal som har lång löptid kvar är mer stabil i sitt värde eftersom det inte finns risk att tomträttsavgiften höjs inom snar framtid. Vidare spelar naturligtvis storleken på tomträttsavgiften in i värdet. Den aktuella tomträtten uppläts 1982. Nu gällande avtal löper på 10 år från 1 oktober 2003 till 1 oktober 2013. Tomträttsavgäldens storlek avgjordes i domstol år 2005 och bestämdes till 5 775 000 kronor per år från och med 1 oktober 2003. Om staden skulle vilja ha tillbaka marken, dvs säga upp tomträttsavtalet, måste staden lösa ut byggnaden. En fastighet torde enligt uppgifter från Stadsbyggnadskontoret ha ett värde på 45-50 000 kr per kvadratmeter medan en tomträtt idag har ca 25-30000 kr per kvadratmeter i värde i Stockholm.<sup>72</sup> Tvister angående hur mycket byggnaden resp marken är värd är vanliga i domstol. Den aktuella tomträtten överläts för ca 22 000 kronor per kvadratmeter. Värdet påverkas även av att Scandic Sergel Plaza ligger i Stockholm City, till skillnad från Scandic Täby som ligger i en förort. Dessa omständigheter gör att Scandic Sergel Plaza inte utgör ett bra jämförelseobjekt.

Scandic Kungens Kurva överläts i augusti 2006 till en köpeskillning på 70 115 000 kronor. Köpare var Hotellfastighets AB Radian och säljare var 0.8.I Sverige HB. Fastighetens area är 29 574 kvadratmeter och har en byggnad med en area på 11 581 kvadratmeter. Hotellet inrymmer 257 rum samt pool, konferensrum, restaurang mm. Objektet utgör ett bra jämförelseobjekt eftersom hotellen är ganska lika och ligger på ungefär samma avstånd från Stockholm.

---

<sup>71</sup> www.di.se 2004-11-16.

<sup>72</sup> Uppgifter från Anders Berglund, Stadsbyggnadskontoret.

Pensionat Norrviken är beläget i Sollentuna och överläts i februari 2006 för ca 5 miljoner kronor. Pensionatet har 7 rum och en area på 648 kvadratmeter. Detta utgör inte ett bra jämförelseobjekt eftersom det är så olikt det aktuella värderingsobjektet både med hänsyn till verksamhet och storlek.

Skogshem & Wijk hotell och konferensanläggning är beläget på Lidingö och har en area på 18 300 kvadratmeter. Anläggningen inrymmer 196 hotellrum, 54 möteslokaler och två restauranger. Försäljning skedde i mars 2006 för ca 122 miljoner kronor, och omfattande fastigheterna Söderåsen 3, 4 och 6, vilka alla ingår i hotell och konferensanläggningen. Som synes omfattar denna anläggning en mycket större areal än Scandic Hotel Täby. Vidare är Skogshem & Wijk en annan sorts hotell som är mer inriktad på att gäster skall ha en upplevelse på plats.

Av dessa fem transaktioner har jag på de tre som jag ansåg kunna tjäna som jämförelseobjekt använt några av de metoder som nämns i teoriavsnittet och som används för att göra priser mer jämförbara. Jag har ej räknat ut bruttokapitaliseringsfaktor eller nettokapitaliseringsfaktor eftersom jag inte har tillgång till information om hotellens bruttointäkter eller driftnetton. Uppgifter till övriga beräkningar har jag erhållit genom kontakt med respektive kommuns stadskontor samt allmän information om hotellen.

Köpeskillingskoefficienten utgörs av pris genom taxeringsvärde. Koefficienten för de olika hotellen är:

Täby Park Hotell  $44\,900\,000 / 43\,945\,000 = 1,0217$  kronor per taxeringskrona

Scandic Kungens Kurva  $70\,115\,000 / 63\,000\,000 = 1,1129$  kronor per taxeringskrona

Skogshem & Wijk  $122\,000\,000 / 72\,734\,000 = 1,6773$  kronor per taxeringskrona

Medeltal = 1,2706 kronor per taxeringskrona.

Vid areametoden tar man pris genom fastighetens area. För hotellen är siffrorna följande:

Täby Park Hotell  $44\,900\,000 / 6\,484 = 6\,925$  kronor per m<sup>2</sup>

Scandic Kungens Kurva  $70\,115\,000 / 29\,574 = 2\,371$  kronor per m<sup>2</sup>

Skogshem & Wijk  $122\,000\,000 / 18\,300 = 6\,667$  kronor per m<sup>2</sup>

Medeltal = 5 321 kronor per m<sup>2</sup>

För variabeln pris genom antal rum är resultatet följande:

Täby Park Hotell  $44\,900\,000 / 147 = 305\,442$  kronor per rum

Scandic Kungens Kurva  $70\,115\,000 / 257 = 272\,821$  kronor per rum

Skogshem & Wijk  $122\,000\,000 / 196 = 622\,449$  kronor per rum

Medeltal = 400 237 kronor per rum.

Dessa medeltal appliceras sedan på den aktuella fastigheten varefter ett marknadsvärde fås fram. Scandic Hotell Täby har ett taxeringsvärde på 22 214 000 kronor, en area på 8 034 kvadratmeter samt 120 hotellrum.

$22\,214\,000 * 1,2706 = 28\,225\,108$  kronor

$8\,034 * 5\,321 = 42\,748\,914$  kronor

$120 * 400\,237 = 48\,028\,440$  kronor

Genomsnittligt marknadsvärde = 39 667 487 kronor

Min uppfattning är ortprismetoden inte alltid kan ge ett rimligt värde för fastigheter av den typ som det aktuella objektet. Anledningen härtill är att det inte går att finna ett tillräckligt

stort jämförelseunderlag. När de försäljningar som skett i Stockholmsområdet plockats ut är dessa relativt få, och ger endast begränsad ledning eftersom köpeskillingen kan ha påverkats av en rad olika saker. Vidare är spridningen av nyckeltalen stor mellan de olika jämförelseobjekten vilket gör att metoden bör användas med försiktighet.<sup>73</sup> Angående försäljningen av Täby Park Hotell kan tänkas att priset påverkats nedåt på grund av att hotellet uppvisat dåliga resultat. Härutöver har jag fått den uppfattningen att en del hotellfastighetsbolag inte använder sig utav ortprismetoden när de värderar sina fastigheter. Capona skriver t ex i sin årsredovisning att ”då en aktiv marknad med aktuella priser saknas fastställer Capona det verkliga värdet genom att beräkna nuvärdet av framtida betalningsströmmar”<sup>74</sup>. Enligt uppgift från Claes-Inge Fransson på FöreningsSparbanken är ortprismetoden inte lika användbar idag som för fem år sedan. Anledningen till det är att man idag ofta överlåter fastigheter till ett dotterbolag, vilket sker till ett skattemässigt restvärde<sup>75</sup>, för att sedan sälja dotterbolaget. Försäljningen sker skattefritt under förutsättning att andelarna i bolaget är näringsbetingade.<sup>76</sup> Det kan de t ex vara om de är marknadsonoterade.<sup>77</sup> Förfarandet kallas förpackning<sup>78</sup> och medför att köpeskillingen för fastigheterna inte framgår. Vid överlåtelsen till dotterbolaget sker det till ett skattemässigt restvärde som ofta klart understiger marknadsvärde, och vid försäljning av dotterbolaget avser köpeskillingen hela bolaget. Det är därför viktigt att komplettera värderingen med en avkastningsanalys.

### Avkastningsanalys

Som framgått ovan<sup>79</sup> kan man utgå från nedanstående formel vid värdering av en fastighet. Första ledet är summan av nuvärdet av betalningsöverskotten för n antal år. Det andra ledet är fastighetens nuvärde i slutet av år n.

$$V = \sum_{j=1}^n \frac{I_j - U_j}{(1+p)^j} + \frac{R}{(1+p)^n}$$

där

V = Värdet av det aktuella objektet

n = Det antal år för vilka en separat bedömning av in- och utbetalningar görs

I<sub>j</sub> = De inbetalningar objektet ger upphov till år j (antas infalla vid årets slut)

U<sub>j</sub> = De utbetalningar objektet ger upphov till år j (antas infalla vid årets slut)

R = Restvärdet, objektets värde i slutet av år n

p = Kalkylräntan

#### *Ur ägarens perspektiv*

För ägaren är variablerna uppskattningsvis följande:

n = Jag har valt att använda en kalkylperiod på tio år (år 2006 till 2016). Det är en vanlig kalkylperiod för fastighetsvärdering och då gällande kontrakt löper ut år 2012 bör en uppskattning göras av om vad som gäller åren därefter.

<sup>73</sup> Jfr avsnitt 3.3. ortprismetoden.

<sup>74</sup> Citerat ur Capona ABs årsredovisning 2005, s 69.

<sup>75</sup> Enligt 22-23 kap. Inkomstskattelag (1999:1229).

<sup>76</sup> 25a kap. 5 § Inkomstskattelag (1999:1229).

<sup>77</sup> Se 24 kap. 13-14 §§ Inkomstskattelag (1999:1229).

<sup>78</sup> Lodin, S-O, Lindencrona, G, Melz, P, Silverberg, C, *Inkomstskatt*, 10 u, Studentlitteratur, Lund, 2005, s 351.

<sup>79</sup> Avsnitt 3.3. värderingsmetoder, inkomstmetoden.

Ij = inbetalningarna för 2006 beräknas uppgå till 5 950 000 kronor och utgörs av hyresinbetalningar. Detta utgör en ökning av hyresintäkterna med ca 3,3 % från 2005. Ökningen från 2004 till 2005 var ca 16,2 %. Samtidigt var 2005 ett mycket bra år för hela branschen.<sup>80</sup> Med hänsyn till detta och till osäkerheten som ligger i att sja om framtiden samt marknadsanalysen i avsnitt 4.3. ovan bedöms ökningen av hyresintäkterna motsvara inflationen och öka med 2 % per år.

Uj = utbetalningarna under 2006 beräknas uppgå till 470 000 kronor och utgörs av utgifter för sedvanlig reparation och underhåll på 400 000 kronor och utgifter för försäkring på 70 000 kronor. Hyresvärdens åtaganden för drift- och underhåll bedöms enligt fastighetsägaren till ca 94 kronor per kvadratmeter. Kostnaderna bedöms utvecklas med inflationen. Jag har härutöver lagt på 0,25 procentenheter på kostnaderna. Det är vanligt att man gör det vid fastighetsvärdering eftersom kostnaderna för underhåll ökar i takt med att fastigheten blir äldre.<sup>81</sup> Inga extraordinära reparations- eller underhållsåtgärder bedöms enligt ägaren behövas under perioden.

R = Restvärdet räknas ut genom att driftnettot vid periodens slut delas med bedömt avkastningskrav vid periodens slut. Man får då fram restvärdet år n, detta nuvärdesberäknas sedan. Bedömt avkastningskrav vid periodens slut är 8 %.

p = ägaren har för den aktuella fastigheten ett avkastningskrav på ca 8 %, i vilket en riskfaktor, ett realräntekrav och en inflationskompensation på 2 % vägts in.

Hyreskontraktet mellan fastighetsägaren och Scandic Hotels AB löper ut 2012 men kommer med största sannolikhet att förnyas. Normal hyra för liknande hotell ligger mellan 24-27 % av omsättningen.<sup>82</sup> Har man en hyra som ligger under detta intervall kan det finnas anledning att höja hyran och vice versa. För Scandic Hotell Täby ligger hyran på 26 % av omsättningen varför det inte finns anledning att anta att hyresnivån kommer att ändras vid kontraktsförnyelse. Som tidigare sagts kan hotellmarknaden eventuellt gå ned runt 2010. Å andra sidan är detta mycket ovisst och marknaden kan gå upp mer än väntat de närmaste åren. Med hänsyn till detta har jag valt att låta omsättningen och därmed hyresintäkterna vara konstant, och endast justerat den med inflationen.

### Kassaflödeskalkyl för Fastigheten Sågtorp 3

År	Hyra	Driftskostnader	Driftöverskott	Nuvärde <sup>83</sup>
1 (2006)	5 950 000	400 000 + 70 000	5 480 000	5 480 000 kr
2 (2007)	6 069 000	409 000 + 71 400	5 588 600	5 174 630 kr
3 (2008)	6 190 380	418 202 + 72 828	5 699 350	4 886 274 kr
4 (2009)	6 314 188	426 567 + 74 285	5 813 336	4 614 814 kr
5 (2010)	6 440 471	436 164 + 75 770	5 928 537	4 357 652 kr
6 (2011)	6 569 280	445 978 + 77 285	6 046 017	4 114 818 kr
7 (2012)	6 700 666	456 012 + 78 831	6 165 823	3 885 514 kr
8 (2013)	6 834 679	466 273 + 80 408	6 287 998	3 668 986 kr
9 (2014)	6 971 373	476 764 + 82 016	6 412 583	3 464 524 kr
10 (2015)	7 110 800	487 491 + 83 656	6 539 653	3 271 455 kr
Summa nuvärde av driftöverskott år 1-10				42 918 667 kr

<sup>80</sup> Se avsnitt 4.3. Marknadsanalys.

<sup>81</sup> Uppgifter från Göran Räckle, Head of real estate analysis, FöreningsSparbanken.

<sup>82</sup> Uppgifter från Göran Räckle, Head of real estate analysis, FöreningsSparbanken.

<sup>83</sup> Beloppet diskonteras med formeln  $1 / 1,08^n$ , där n är antalet år till utbetalning. År 2 blir denna faktor alltså 1.

Nuvärde av restvärde <sup>84</sup>	40 893 183 kr
Summa = Avkastningsvärde	83 811 850 kr

### Känslighetsanalys

För att visa på känsligheten för de olika antaganden som gjorts ovan har jag gjort en känslighetsanalys där jag ändrar en variabel och låter övriga vara konstanta. Uträkningarna återfinns i bilaga 1.

1. Vid antagande om att omsättningen går ned med 5 % år 2010 och sedan ökar med inflationen blir värdet 79 062 601 kronor.
2. Vid antagande om en kalkylränta på 9 % blir värdet 74 824 071 kronor.
3. Vid antagande om en kalkylränta på 7 % blir värdet 95 389 990 kronor.
4. Om man till sist räknar men en ökning av underhållskostnaderna med en procentenhet per år, dvs 3, 25 % per år blir värdet 83 391 095 kronor.

### Utifrån eventuell köparens perspektiv

För en eventuell köpare, dvs för marknaden, bedöms variablerna vara följande:

$n$  = Samma kalkylperiod, dvs 10 år, används.

$I_j$  = Skulle en ny ägare finnas skulle troligen Scandic fortsätta att driva hotellverksamhet och hyra av denne. Med hänsyn till att hyran ligger på en normal nivå torde hyresintäkterna inte ändras så mycket förutsatt att inte nya hyresgäster tas in eller att kontraktet görs om. Jag antar här att hyresintäkterna är desamma som för nuvarande ägare, dvs 5 950 000 kronor för 2006, samt att dessa ökar i takt med inflationen.

$U_j$  = Driftskostnader brukar för ett dylikt hotell ligga på 125 kr/ kvadratmeter.<sup>85</sup> Ett företag med flera fastigheter kan naturligtvis uppnå stordriftsfördelar och uppnå lägre kostnader. Enligt befintligt hyresavtal står hotelloperatören för en del driftkostnader vilket förklarar att driftkostnaderna för nuvarande ägare endast ligger på 94 kronor per kvadratmeter. Jag har valt att räkna med en driftkostnad på 100 kronor per kvadratmeter vilket ger 426 000 kronor i kostnader för 2006. Jag räknar med samma ökning per år som för befintlig ägare. Försäkringskostanderna bedöms ligga på samma nivå som för befintlig ägare, dvs 70 000 kronor för år 2006.

$R$  = Restvärdet räknas ut genom att driftnettot vid periodens slut delas med bedömt avkastningskrav vid periodens slut. Man får då fram restvärdet år  $n$ , detta nuvärdesberäknas sedan. Avkastningskrav vid periodens slut är 7,5 %.

$p$  = Enligt Göran Räckle torde marknaden direktavkastningskrav för dylika fastigheter ligga på 7,5 %.

### Kassaflödeskalkyl för Fastigheten Sågtorp 3

År	Hyra	Driftskostnader	Driftöverskott	Nuvärde <sup>86</sup>
1 (2006)	5 950 000	426 000 + 70 000	5 454 000	5 454 000
2 (2007)	6 069 000	435 585 + 71 400	5 562 015	5 173 967
3 (2008)	6 190 380	445 386 + 72 828	5 672 166	4 908 310

<sup>84</sup> Driftnettot vid periodens slut / bedömt direktavkastningskrav vid periodens slut = Restvärde år  $n$ . Sedan nuvärdesberäknades detta, dvs  $6\,539\,653 / 0,08 = 81\,745\,663$  kr. Detta delas med  $1,08^n$ . Nuvärdet är alltså 40 893 183 kr.

<sup>85</sup> Uppgifter från Göran Räckle, Head of real estate analysis, FöreningsSparbanken.

<sup>86</sup> Beloppet diskonteras med formeln  $1 / 1,075^n$ , där  $n$  är antalet år till utbetalning. År 2 blir denna faktor alltså 1.



<b>4</b> (2009)	6 314 188	455 407 + 74 285	5 784 496	4 656 291
<b>5</b> (2010)	6 440 471	465 653 + 75 770	5 899 048	4 417 210
<b>6</b> (2011)	6 569 280	476 131 + 77 285	6 015 864	4 190 402
<b>7</b> (2012)	6 700 666	486 844 + 78 831	6 134 991	3 975 238
<b>8</b> (2013)	6 834 679	497 798 + 80 408	6 256 473	3 771 120
<b>9</b> (2014)	6 971 373	508 998 + 82 016	6 380 359	3 577 482
<b>10</b> (2015)	7 110 800	520 451 + 83 656	6 506 693	3 393 784
Summa nuvärde av driftöverskott år 1-10				43 517 804
Nuvärde av restvärde <sup>87</sup> (ändra i noten)			45 250 447 kr	
Summa = avkastningsvärde			88 768 251 kr	

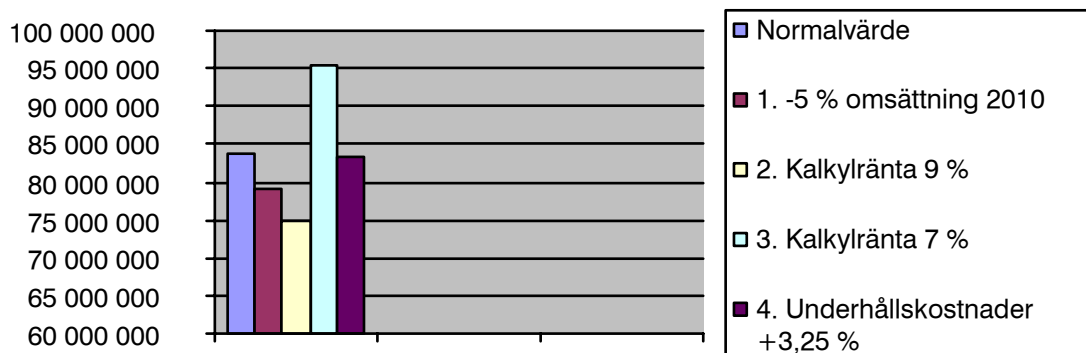
Jag har även räknat ut ett värde där jag räknar med en driftskostnad på 94 kronor per kvadratmeter, dvs samma driftskostnader som för ägaren. Ett värde erhålls då på 89 581 165 kronor.

## 5. Avslutande diskussion

Med ortprismetoden kom jag fram till ett värde på 39 667 487 kronor. Detta motsvarar ett avkastningskrav på knappt 18 %. Detta utgör ett orimligt högt avkastningskrav vilket torde visa på att värdet på 39,6 MSEK är för lågt. Det finns som anförts ovan många omständigheter som kan medföra att värdet blir missvisande vid en värdering med ortprismetoden, t ex att det finns för få bra jämförelseobjekt.

Vid värderingen med avkastningsmetoden kom jag fram till ett värde på 83 811 850 kronor för fastigheten räknat utifrån ägarens perspektiv. Som känslighetsanalysen visar kan detta värde variera relativt mycket mot även små ändringar i de antaganden som gjorts. I diagrammet nedan har jag gjort en sammanställning av variationerna. Stapel ett är det värde jag kommit fram till för fastigheten, dvs 83 811 850 kronor. Resterande staplar visar de fyra olika känslighetsanalyserna som genomförts. Störst skillnad medförde ändring av antagande av kalkylräntan från 8 % till 7 %. Värdet ökade då med ca 12 %. Den minsta värdeförändringen innebar ändringen av underhållskostnaderna med en procentenhet från 2,25 % till 3,25 %. Värdet minskade då endast med ca 0,05 %. Detta visar att en ökning eller minskning av underhållskostnaderna på runt en procentenhet inte inverkar så mycket på priset medan ändringar i antaganden om kalkylränta medför ganska stora värdeförändringar.

<sup>87</sup> Driftnettot vid periodens slut / bedömt direktavkastningskrav vid periodens slut = Restvärde år n. Sedan nuvärdesberäknades detta, dvs  $6\,506\,693 / 0,075 = 86\,755\,907$  kr. Detta delas med  $1,075^n$ . Nuvärdet är alltså 45 250 447 kr.



Vid värderingen utifrån eventuell köparens perspektiv kom jag fram till ett värde på 88 768 251 kronor, dvs ca 5 MSEK mer än vid "normalvärdet" för ägaren. Skillnaden beror främst på att jag använt två olika avkastningsvärden, 7,5 % respektive 8 %. Som framgått av känslighetsanalysen ger förändringar i denna variabel stora förändringar i värdet. Vid samma driftskostnader för ägare och eventuell köpare skiljer sig värdet åt med ca 5,8 MSEK.

Skulle jag endast utifrån denna värdering rekommendera ägaren skulle jag rekommendera ägaren att sälja eftersom fastigheten är värd mer för marknaden.

De olika avkastningskrav som jag använt i mina beräkningar har jag erhållit från ägaren respektive aktörer på marknaden, jag har alltså inte själv antagit dem. Ändock är skillnaden mellan ägarens och marknads avkastningskrav liten och det torde finnas köpare som har samma avkastningskrav som ägaren och skillnaden i avkastningskraven skulle också kunna utjämnas av andra omständigheter. Dessutom borde ägare och marknad värdera fastigheten lika, i annat fall borde en perfekt fungerande marknad själv reglera det. Emellertid måste hänsyn även tas till faktorer som vad ägaren skall göra med de tiotals miljoner kronor som denne erhåller vid en försäljning av fastigheten. Det kan vara svårt att hitta en ersättningsinvestering som ger lika mycket i avkastning vilket medför att det ändå kan vara värt för fastighetsägaren att behålla fastigheten. Men tänker man sig att köpare och säljare åsätter fastigheten samma värde torde det i slutändan vara förhandlingarna vid överlåtelsen som till slut avgör vad priset blir. Det finns ofta någon part som har ett övertag och därför kan justera priset i den riktning han eller hon vill.

Varken ortprismetoden eller avkastningsmetoden har alltså kunnat ge mig ett helt pålitligt värde för fastigheten. Med hänsyn till att ett värde på 39,6 MSEK motsvarar ett avkastningskrav på 18 % torde man i alla fall kunna konstatera att det egentliga värdet är högre än så. Vad gäller avkastningsmetoden har jag gjort många antaganden som i hög grad påverkar värdet vilket gör att inte heller detta värde kan accepteras utan vidare. Men dessa värden kan spela en viktig roll som utgångspunkt i förhandlingarna om priset för fastigheten.

## 6. Källförteckning

### 6.1. Litteratur

Bejrums, H & Lundström, S, *Fastighetsekonomi. Hyresfastigheter. Diagnos, prognos, värdering*, VM Fastighetsekonomer AB, Stockholm, 1986.

---

Denscombe, M, *Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, Lund, 2000

*Fastighetsvärdering, grundläggande teori och praktisk värdering*, LMV Rapport 2004:3, Lantmäteriverket och mäklarsamfundet, 2004.

Gunnelin, Å, *Värdering av fastigheter under osäkerhet, tillämpning av optionsteori*, Licentiatavhandling, Meddelande 5:42, Inst. Fastigheter och byggande, Avd. Bygg- och fastighetsekonomi, Stockholm, 1995.

Hager, R, *Värderingsrätt, särskilt om ersättning och värdering vid expropriation*, Stiftelsen Skrifter utgivna av Juridiska fakulteten vid Stockholms universitet, GOTAB, Stockholm, 1998.

Haight, G. T, Singer, D, *The real estate investment handbook*, Wiley, New Jersey, 2005.

Jaffe, A, & Sirmans, C.-F, *Fundamentals of real estate investment*, 3<sup>rd</sup> edition, Prentice Hall, New Jersey, 1995.

Kinnard, W. N, *Income property valuation: Principles and techniques of appraising income-producing real estate*, Heath Lexington Books, 1971.

Lind, H, *The definition of market value: Criteria for judging proposals and an analysis of three controversial components*, Working Paper no 28 Building and Real Estate Economics, Stockholm, 1997.

Lind, H, *Värdering av hotellfastigheter, principfrågor och metodval*, Meddelande 5:39, Inst. Fastigheter och Byggande, Avd. Bygg- och Fastighetsekonomi, Tekniska Högskolan i Stockholm, 1995.

Lodin, S-O, Lindencrona, G, Melz, P, Silverberg, C, *Inkomstskatt*, 10 u, Studentlitteratur, Lund, 2005.

Merriam, S, *Fallstudien som forskningsmetod*, Studentlitteratur, Lund, 1994.

Patel, R, & Davidson, B, *Forskningsmetodikens grunder. Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, 2 u, Studentlitteratur, Lund, 1994.

*The appraisal of real estate*, 12<sup>th</sup> ed, The Appraisal Institute, USA, 2001.

## **6.2. Tidskrifter**

Granhed, G, *Hotellåret 2004*, Restauratören Nyheter, 2005 nr 7.

Nyllinge, P, *Den osäkra framtid är vår – realoptionernas tidevarv*, Balans, 2000 nr 5.

## **6.3. Elektroniska källor**

www.riksbank.se

www.scb.se

www.shr.se

www.taby.se

#### **6.4. Muntliga källor**

Anders Berglund, Stadsbyggnadskontoret, telefon 08 508 26 000

Cecilia Ekeröth, Täby kommun, telefon 08 768 94 27.

Claes-Inge Fransson, fastighetspecialist, Structured Finance, FöreningsSparbanken, tel 08 5859 31 51.

Göran Granhed, branschekonom SHR, telefon 08 762 74 06.

Göran Räckle, Head of real estate analysis, FöreningsSparbanken, tel 08 585 934 88.

Ägaren av fastigheten Sågtorp 3 Täby

#### **6.5. Övrigt**

Utdrag ur fastighetsregistret avseende tomträtten Skansen 18 i Stockholms kommun.

Utdrag ur fastighetsregistret avseende fastigheten Sågtorp 3 i Täby kommun.

Utdrag ur fastighetsregistret avseende fastigheten Åkerby 12 i Täby kommun.

Inkomstskattelag (1999:1229).

## **7. Bilagor**

### **Bilaga 1**

1. Kassaflödesanalys vid antagande om att omsättningen går ned med 5 % år 2010 och sedan ökar med inflationen.

År	Hyra	Driftskostnader	Driftöverskott	Nuvärde <sup>88</sup>
1 (2006)	5 950 000	400 000 + 70 000	5 480 000	5 480 000 kr
2 (2007)	6 069 000	409 000 + 71 400	5 588 600	5 174 630 kr
3 (2008)	6 190 380	418 202 + 72 828	5 699 350	4 886 274 kr
4 (2009)	6 314 188	426 567 + 74 285	5 813 336	4 614 814 kr
5 (2010)	5 998 479	436 164 + 75 770	5 486 545	4 032 774 kr
6 (2011)	6 118 449	445 978 + 77 285	5 595 186	3 807 990 kr
7 (2012)	6 240 817	456 012 + 78 831	5 705 974	3 595 732 kr
8 (2013)	6 365 634	466 273 + 80 408	5 818 953	3 395 303 kr
9 (2014)	6 492 947	476 764 + 82 016	5 934 167	3 206 046 kr
10 (2015)	6 622 806	487 491 + 83 656	6 051 659	3 027 336 kr
Summa nuvärde av driftöverskott år 1-10				41 220 899 kr
Nuvärde av restvärde <sup>89</sup>				37 841 702 kr
Summa = Avkastningsvärde				79 062 601 kr

## 2. Kassaflödesanalys med antagande om en kalkylränta på 9 %.

År	Hyra	Driftskostnader	Driftöverskott	Nuvärde <sup>90</sup>
1 (2006)	5 950 000	400 000 + 70 000	5 480 000	5 480 000 kr
2 (2007)	6 069 000	409 000 + 71 400	5 588 600	5 127 156 kr
3 (2008)	6 190 380	418 202 + 72 828	5 699 350	4 797 029 kr
4 (2009)	6 314 188	426 567 + 74 285	5 813 336	4 488 962 kr
5 (2010)	6 440 471	436 164 + 75 770	5 928 537	4 199 925 kr
6 (2011)	6 569 280	445 978 + 77 285	6 046 017	3 929 496 kr
7 (2012)	6 700 666	456 012 + 78 831	6 165 823	3 676 479 kr
8 (2013)	6 834 679	466 273 + 80 408	6 287 998	3 439 750 kr
9 (2014)	6 971 373	476 764 + 82 016	6 412 583	3 218 259 kr
10 (2015)	7 110 800	487 491 + 83 656	6 539 653	3 011 038 kr
Summa nuvärde av driftöverskott år 1-10				41 368 094 kr
Nuvärde av restvärde <sup>91</sup>				33 455 977 kr
Summa = Avkastningsvärde				74 824 071 kr

## 3. Kassaflödesanalys med antagande om en kalkylränta på 7 %.

År	Hyra	Driftskostnader	Driftöverskott	Nuvärde <sup>92</sup>
1 (2006)	5 950 000	400 000 + 70 000	5 480 000	5 480 000 kr

<sup>88</sup> Beloppet diskonteras med formeln  $1 / 1,08^n$ , där n är antalet år till utbetalning. År 2 blir denna faktor alltså 1.

<sup>89</sup> Driftnetto vid periodens slut / bedömt direktavkastningskrav vid periodens slut = Restvärde år n. Sedan nuvärdesberäknades detta, dvs  $6051\ 659 / 0,08 = 75\ 645\ 738$  kr. Detta delas med  $1,08^9$ . Nuvärdet är alltså 37 841 702 kr.

<sup>90</sup> Beloppet diskonteras med formeln  $1 / 1,09^n$ , där n är antalet år till utbetalning. År 2 blir denna faktor alltså 1.

<sup>91</sup> Driftnetto vid periodens slut / bedömt direktavkastningskrav vid periodens slut = Restvärde år n. Sedan nuvärdesberäknades detta, dvs  $6\ 539\ 653 / 0,09 = 72\ 662\ 811$  kr. Detta delas med  $1,08^9$ . Nuvärdet är alltså 33 455 977 kr.

<sup>92</sup> Beloppet diskonteras med formeln  $1 / 1,07^n$ , där n är antalet år till utbetalning. År 2 blir denna faktor alltså 1.

<b>2</b> (2007)	6 069 000	409 000 + 71 400	5 588 600	5 222 991 kr
<b>3</b> (2008)	6 190 380	418 202 + 72 828	5 699 350	4 978 033 kr
<b>4</b> (2009)	6 314 188	426 567 + 74 285	5 813 336	4 745 414 kr
<b>5</b> (2010)	6 440 471	436 164 + 75 770	5 928 537	4 522 852 kr
<b>6</b> (2011)	6 569 280	445 978 + 77 285	6 046 017	4 310 727 kr
<b>7</b> (2012)	6 700 666	456 012 + 78 831	6 165 823	4 108 548 kr
<b>8</b> (2013)	6 834 679	466 273 + 80 408	6 287 998	3 915 849 kr
<b>9</b> (2014)	6 971 373	476 764 + 82 016	6 412 583	3 732 182 kr
<b>10</b> (2015)	7 110 800	487 491 + 83 656	6 539 653	3 557 138 kr
Summa nuvärde av driftöverskott år 1-10				44 573 734 kr
Nuvärde av restvärde <sup>93</sup>				50 816 256kr
Summa = Avkastningsvärde				95 389 990 kr

4. Kassaflödesanalys med antagande om ökande underhållskostnader med en procentenhet per år, dvs 3,25 % per år.

År	Hyra	Driftskostnader	Driftöverskott	Nuvärde <sup>94</sup>
<b>1</b> (2006)	5 950 000	400 000 + 70 000	5 480 000	5 480 000 kr
<b>2</b> (2007)	6 069 000	413 000 + 71 400	5 584 600	5 170 926 kr
<b>3</b> (2008)	6 190 380	426 432 + 72 828	5 691 120	4 879 218 kr
<b>4</b> (2009)	6 314 188	440 281 + 74 285	5 799 622	4 603 927 kr
<b>5</b> (2010)	6 440 471	454 590 + 75 770	5 910 000	4 344 108 kr
<b>6</b> (2011)	6 569 280	469 365 + 77 285	6 022 630	4 098 901 kr
<b>7</b> (2012)	6 700 666	484 619 + 78 831	6137 216	3 867 487 kr
<b>8</b> (2013)	6 834 679	500 369 + 80 408	6 253 902	3 649 092 kr
<b>9</b> (2014)	6 971 373	516 631 + 82 016	6 372 726	3 442 986 kr
<b>10</b> (2015)	7 110 800	533 422 + 83 656	6 493 722	3 248 478 kr
Summa nuvärde av driftöverskott år 1-10				42 785 123 kr
Nuvärde av restvärde <sup>95</sup>				40 605 972 kr
Summa = Avkastningsvärde				83 391 095 kr

<sup>93</sup> Driftnettot vid periodens slut / bedömt direktavkastningskrav vid periodens slut = Restvärde år n. Sedan nuvärdesberäknades detta, dvs 6 539 653/ 0,07 = 93 423 614 kr. Detta delas med 1,08<sup>n</sup>. Nuvärdet är alltså 50 816 256 kr.

<sup>94</sup> Beloppet diskonteras med formeln  $1 / 1,08^n$ , där n är antalet år till utbetalning. År 2 blir denna faktor alltså 1.

<sup>95</sup> Driftnettot vid periodens slut / bedömt direktavkastningskrav vid periodens slut = Restvärde år n. Sedan nuvärdesberäknades detta, dvs 6 493 722/ 0,08 = 81 171 525 kr. Detta delas med 1,08<sup>n</sup>. Nuvärdet är alltså 40 605 972 kr.