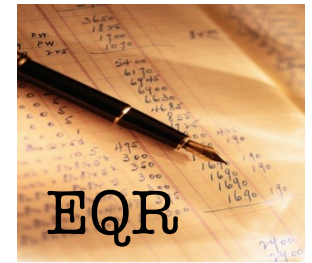


HJÄLPER ELLER STJÄLPER IFRS ANALYTIKERNS ARBETE?

Peter Malmqvist, oberoende analytiker

PETER MALMQVIST



ÖVERVAKARE AV BÖRSBOLAGS REDOVISNING

TENDENSER I BÖRSBOLAGENS DELÅRSRAPPORTER 1997-2000

NASDAQ STOCKHOLM - ÖVERVAKNING 2005-2019

RÅDET FÖR FINANSIELL RAPPORTERING 2001-2004

NÄMNDEN FÖR REDOVISNINGSTILLSYN 2020-

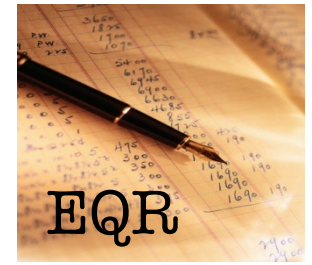
AKTIEANALYTIKER

STOCKHOLM FONDKOMMISSION, ARAGON FONDKOMMISSION,
NORDNET, REMIUM, AKTIESPARARNA

EKONOMIJOURNALIST

SVD NÄRINGS LIV, SVT AKTUELLT, PRIVATA AFFÄRER,
AKTIESPARAREN

HJÄLPER ELLER STJÄLPER IFRS ANALYTIKERNS ARBETE?

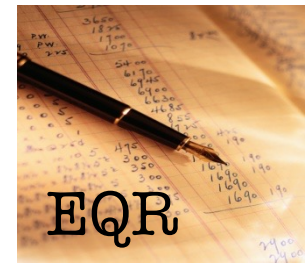


VIKTIGA STANDARDS

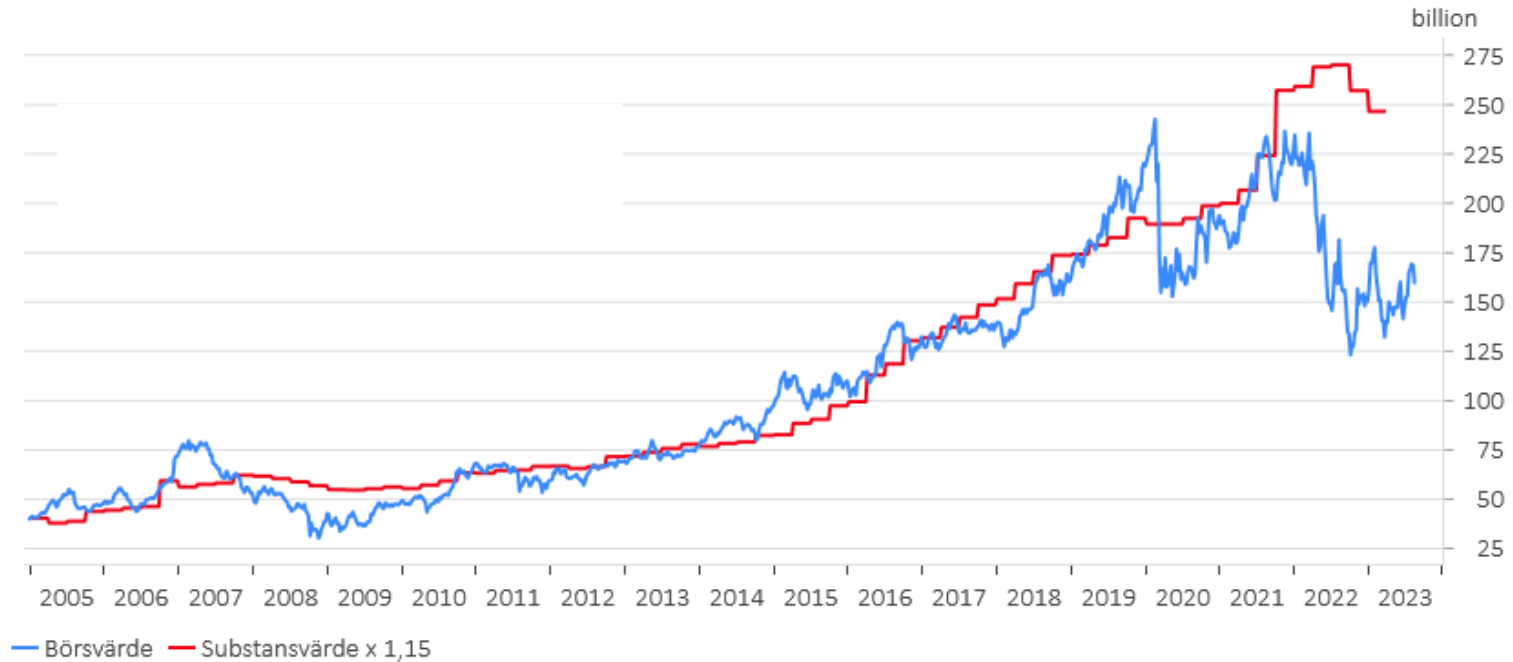
- *IAS 40 – förvaltningsfastigheter*
- *ESMA – alternativa resultat/nyckeltal*
- *IAS 1 – definition av rörelseresultat*
- *IFRS 5 – avvecklade verksamheter*
- *IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella tillgångar*
- *IAS 36 – nedskrivningar*
- *IAS 37 – tilläggsköpeskillingar*
- *IFRS 16 – kassaflödeseffekt vid långsiktiga hyror*
- *IAS 28 - intressebolag*

IAS 40 – förvaltningsfastigheter

Frikoppling redovisning och värdering



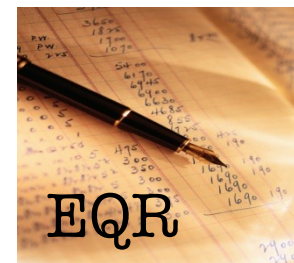
Fastigheter: Marknadsvärde i % av eget kapital (6 stora börsbolag)



MACROBOND

IAS 40 – förvaltningsfastigheter

Överavkastning på fastighetsaktier



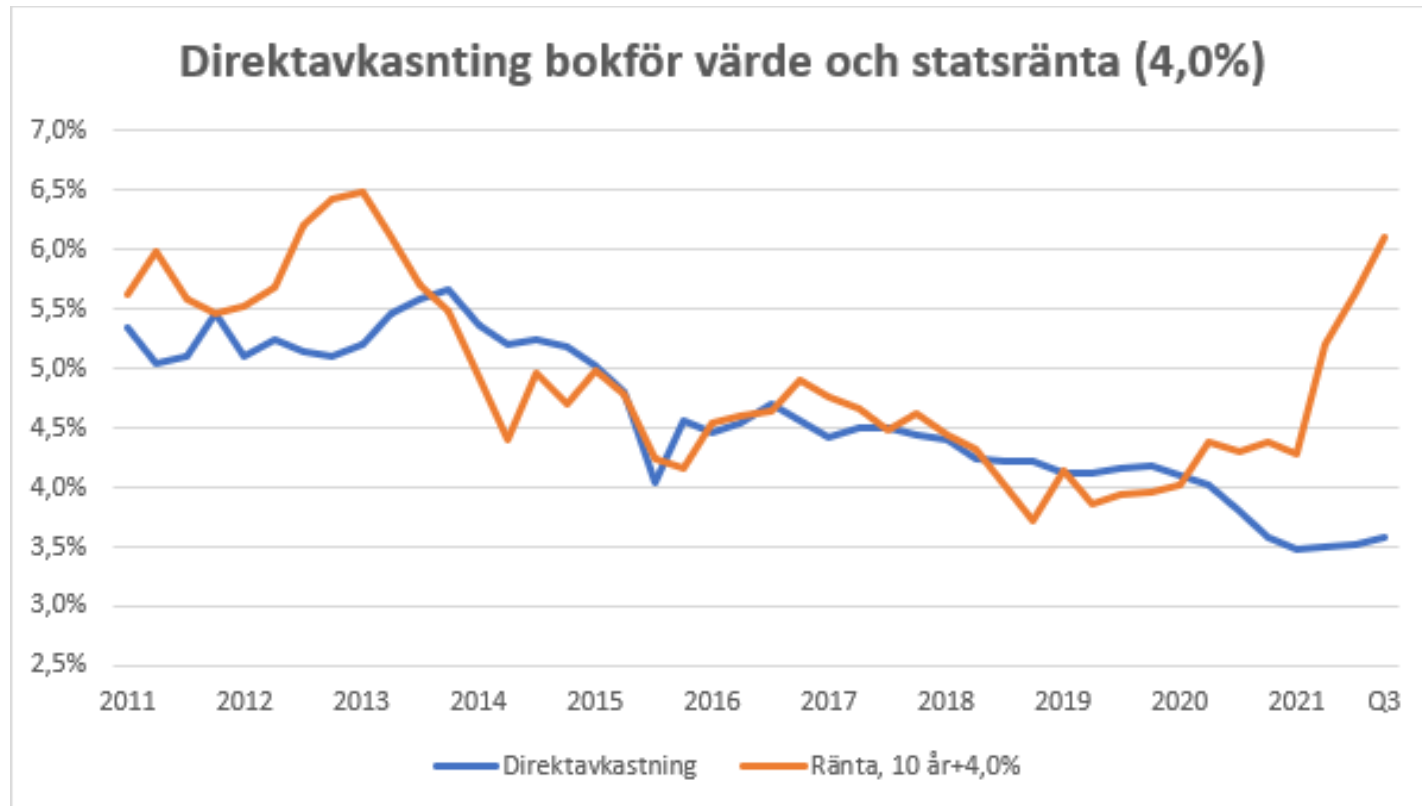
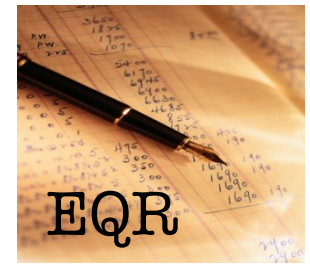
Carnegie fastigheter mot AFGX



MACROBOND

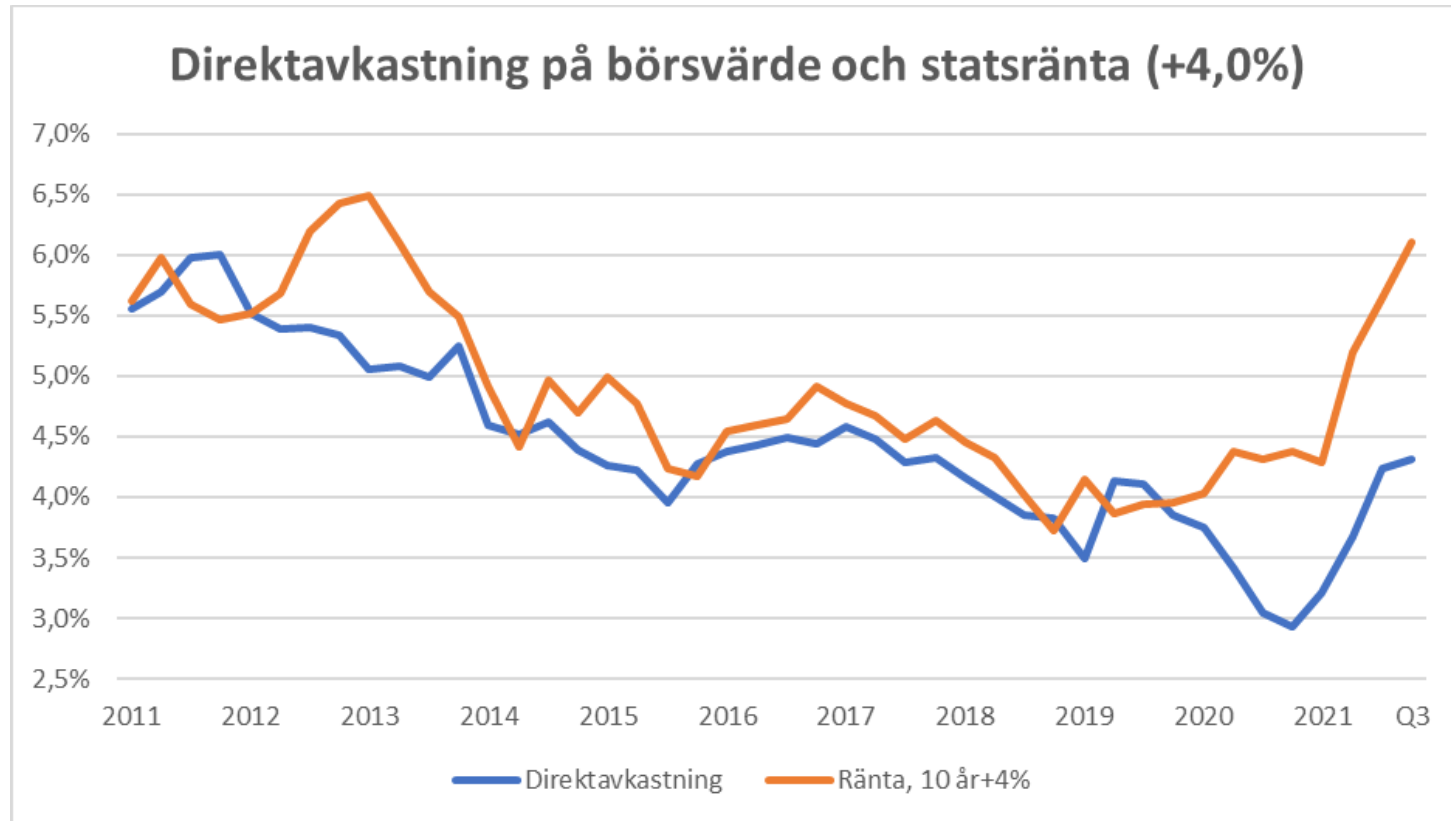
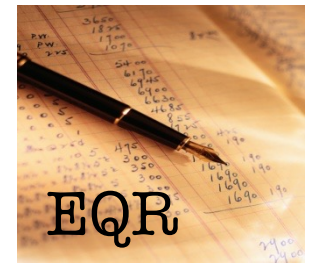
IAS 40 – förvaltningsfastigheter

Direktavkastning och riskfri ränta



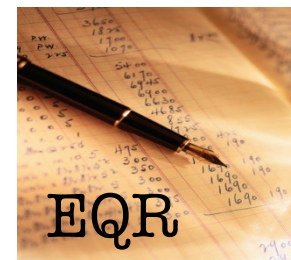
IAS 40 – förvaltningsfastigheter

Direktavkastning och riskfri ränta



IAS 40 – förvaltningsfastigheter

2% ökning av avkastningskravet...



Värdering vid 6 procents avkastningskrav

| | År | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|--|-------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| Kassaflöde | | 100 | 102 | 104 | 106 | 108 | 110 | 113 | 115 | 117 | 120 |
| Tillväxt | | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Avkastningskrav | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Direktavkastningskrav (hänvisning till faktiska transaktioner) | | | | | | | | | | | 4% |
| Nuvärde kassaflöde | 732 | | | | | | | | | | |
| Evighetsvärdet | 1768 | | | | | | | | | | 2988 |
| Värde | 2500 | | | | | | | | | | |

2500

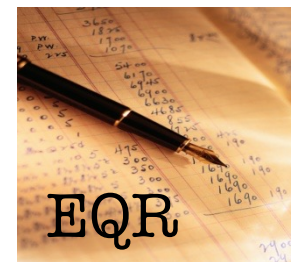
Värdering vid 8 procents avkastningskrav

| | År | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|--|-------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| Kassaflöde | | 100 | 102 | 104 | 106 | 108 | 110 | 113 | 115 | 117 | 120 |
| Tillväxt | | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Avkastningskrav | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Direktavkastningskrav (hänvisning till faktiska transaktioner) | | | | | | | | | | | 6% |
| Nuvärde kassaflöde | 670 | | | | | | | | | | |
| Evighetsvärdet | 996 | | | | | | | | | | 1992 |
| Värde | 1667 | | | | | | | | | | |

1667

Värdet 67 procent av första värderingen

IAS 40 – förvaltningsfastigheter ...och 6% ökning av hyror i tre år



Värdering vid stigande hyror i tre år



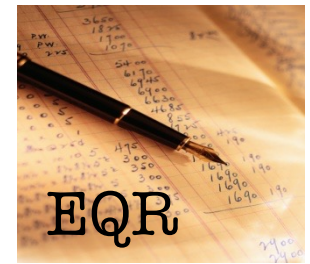
| | År | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
|--|-------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| Kassaflöde | | 100 | 106 | 112 | 119 | 121 | 124 | 126 | 129 | 131 | 134 |
| Tillväxt | | 2% | 6% | 6% | 6% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Avkastningskrav | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Direktavkastningskrav (hänvisning till faktiska transaktioner) | | | | | | | | | | | 6% |
| Nuvärde kassaflöde | 730 | | | | | | | | | | |
| Evighetsvärdet | 1118 | | | | | | | | | | 2235 |
| Värde | 1848 | | | | | | | | | | |

1848

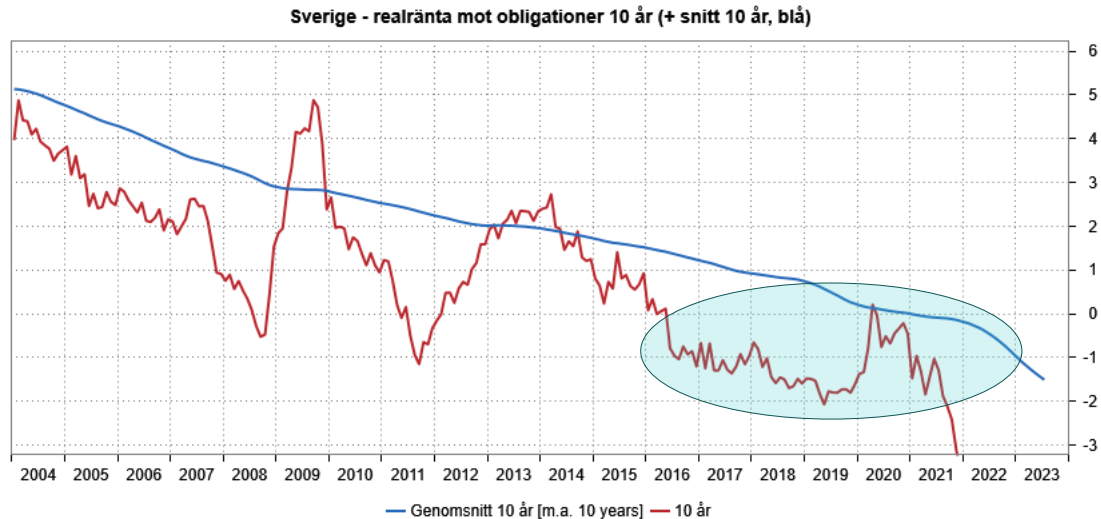
Värdet 74 procent av första värderingen

IAS 40 – förvaltningsfastigheter

Negativ realränta från 2016



Perioden 2016 och fram till idag är realräntan negativ

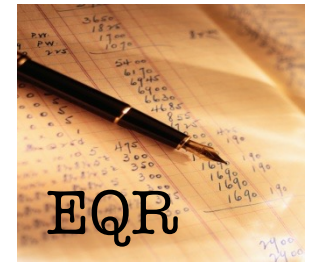


MACROBOND

Är negativ realränta under nästan tio år "normalt"..?

IAS 40 – förvaltningsfastigheter

Dag 1-vinster



Alternativ 1 – köp fastighet

Köp en fastighet för 1000 mkr

Skattemässiga avskrivningar är 4 procent per år

Resultatet kan reduceras med 40 mkr per år i 25 år

Skatt 20 procent

Skatten på resultatet reduceras med 8 mkr per år i 25 år

Alternativ 2 – köp fastighetsaktier

Köp aktier i ett fastighetsbolag för 1000

Skattemässigt restvärde på fastigheten är noll

Skatt på löpande resultatet är 20 procent

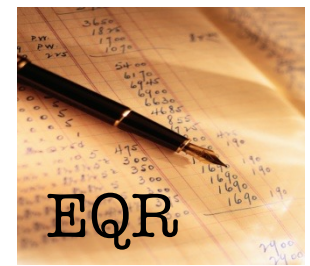
Köparen får betala 8 mkr mer i skatt under 25 år än i alternativ 1

Nuvärdet av skillnaden i skatt under 25 år är 112 mkr

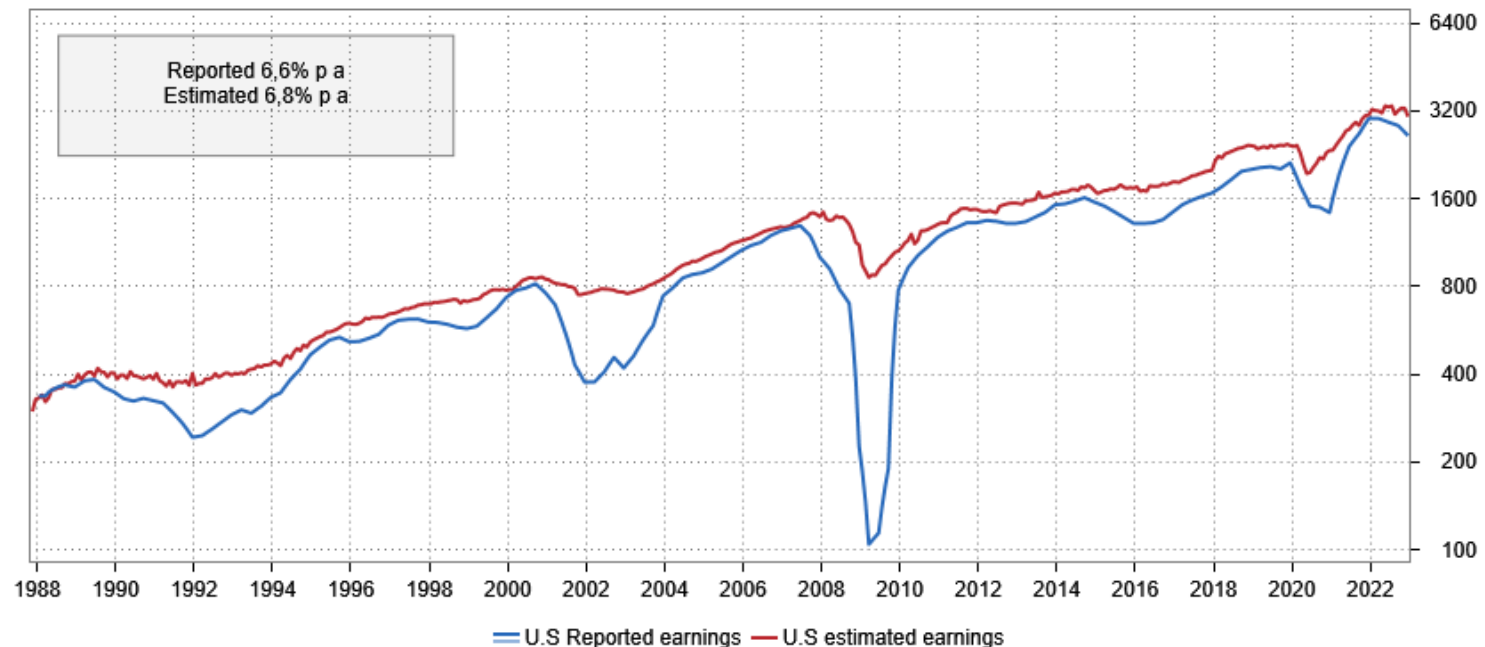
Köparen är bara beredd att betala $1000 - 112 = 888$ mkr

ESMA – alternativa resultat/nyckeltal

Prognos och faktiskt utfall (S&P index)



S&P - Earnings index (estimated, historical) 1988-2022

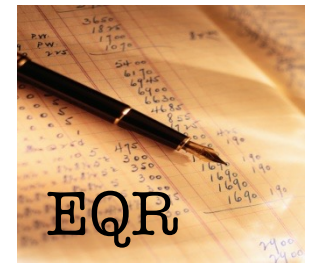


MACROBOND

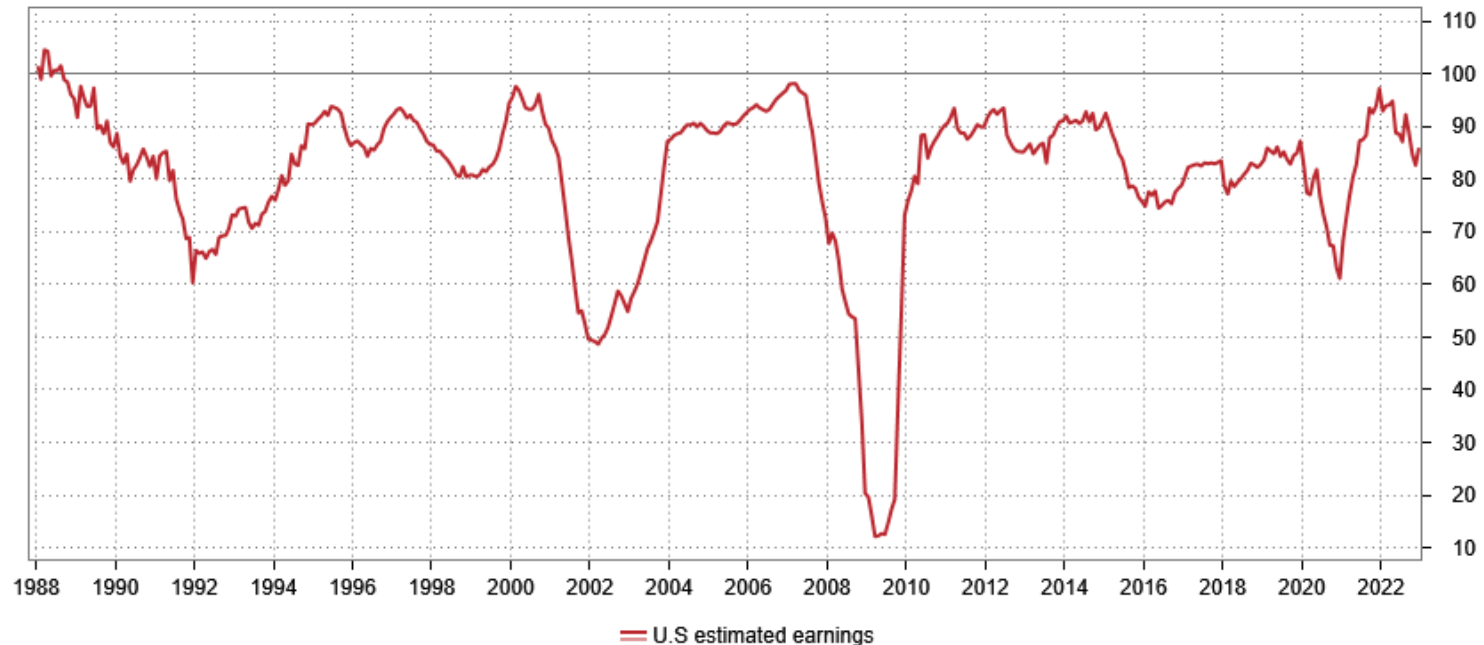
Faktiskt utfall ligger ständigt under prognoserna

ESMA – alternativa resultat/nyckeltal

Prognos i % av faktiskt utfall



S&P - Earnings index (Historical in % of estimated) 1988-2022

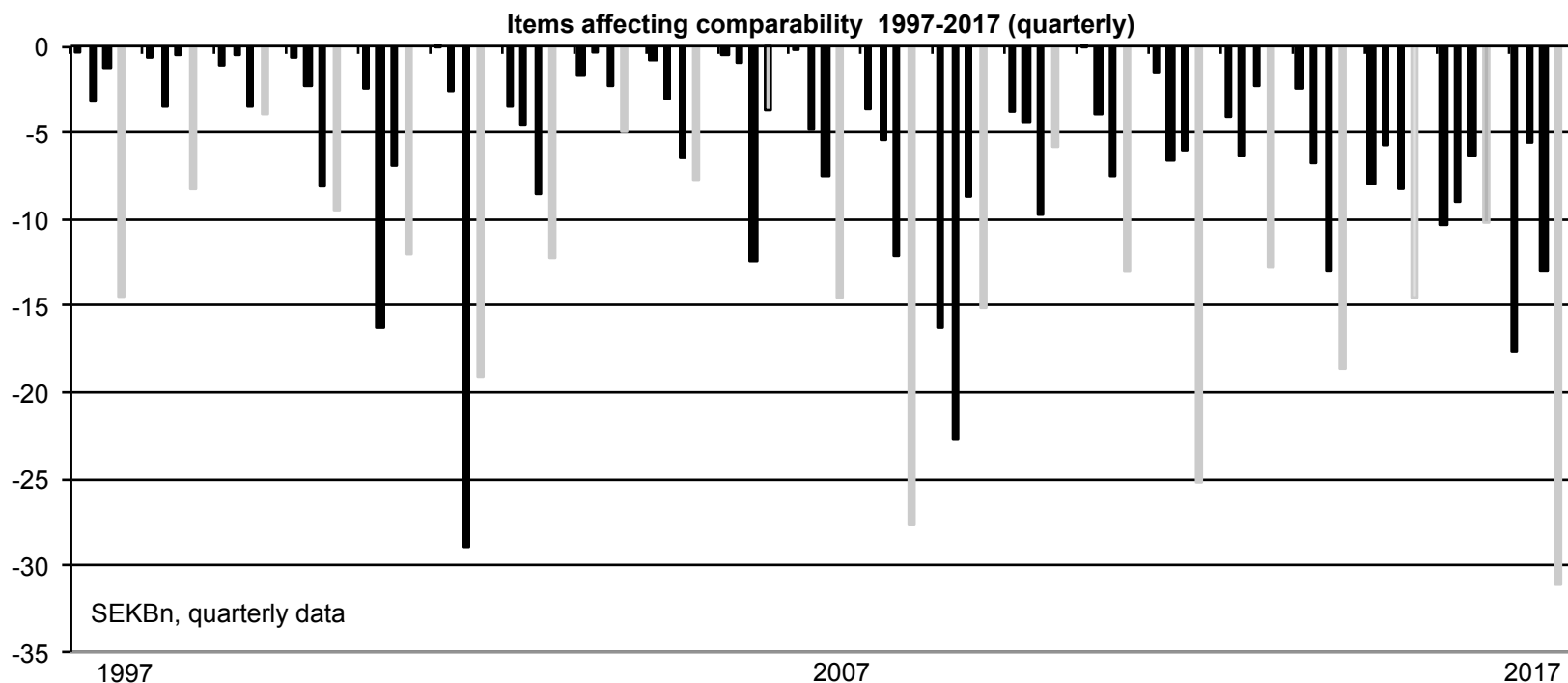
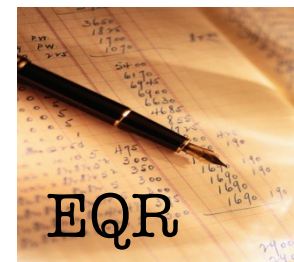


MACROBOND

Faktiskt utfall ligger genomsnittligt 20% under prognoserna

ESMA – alternativa resultat/nyckeltal

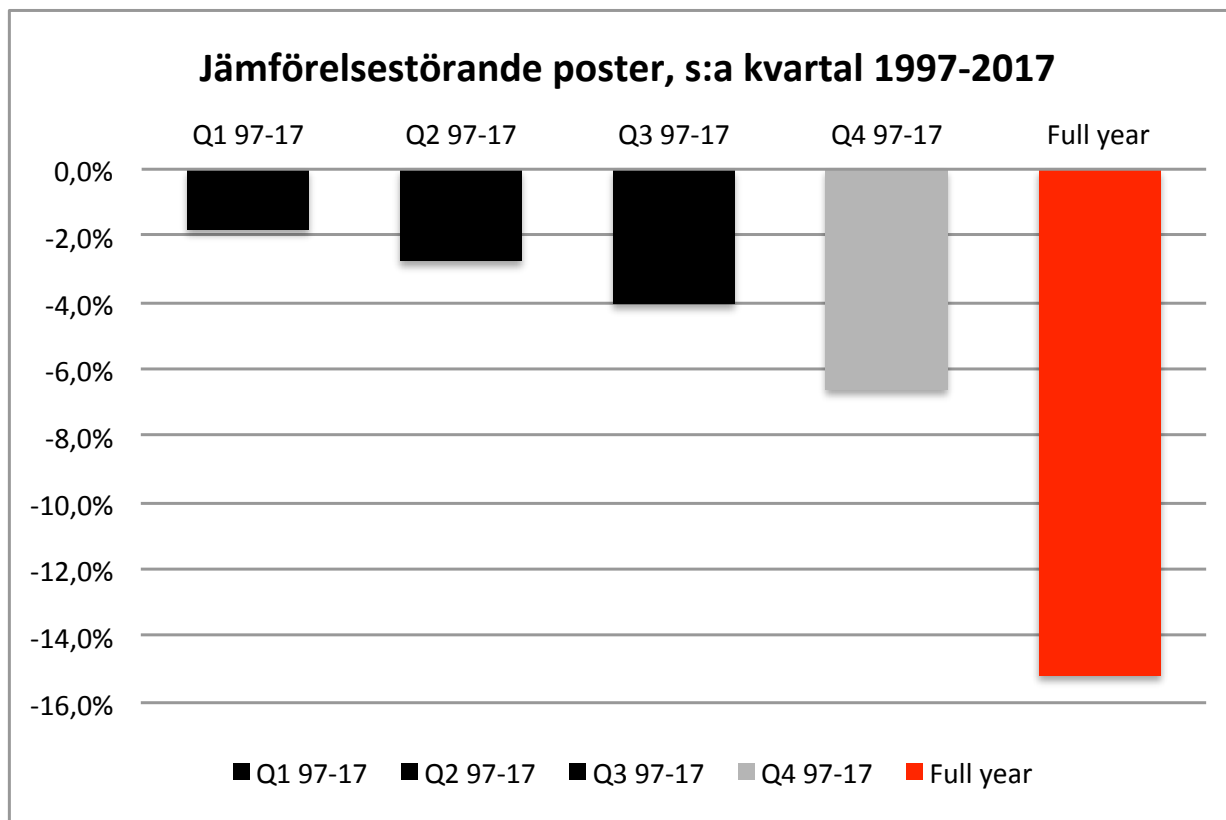
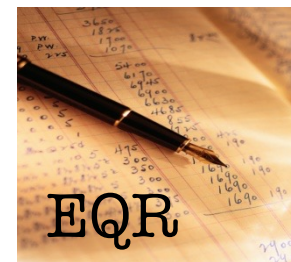
Jämförelsestörande poster



Jämförelsestörande poster ökar när konjunkturen försämras.

ESMA – alternativa resultat/nyckeltal

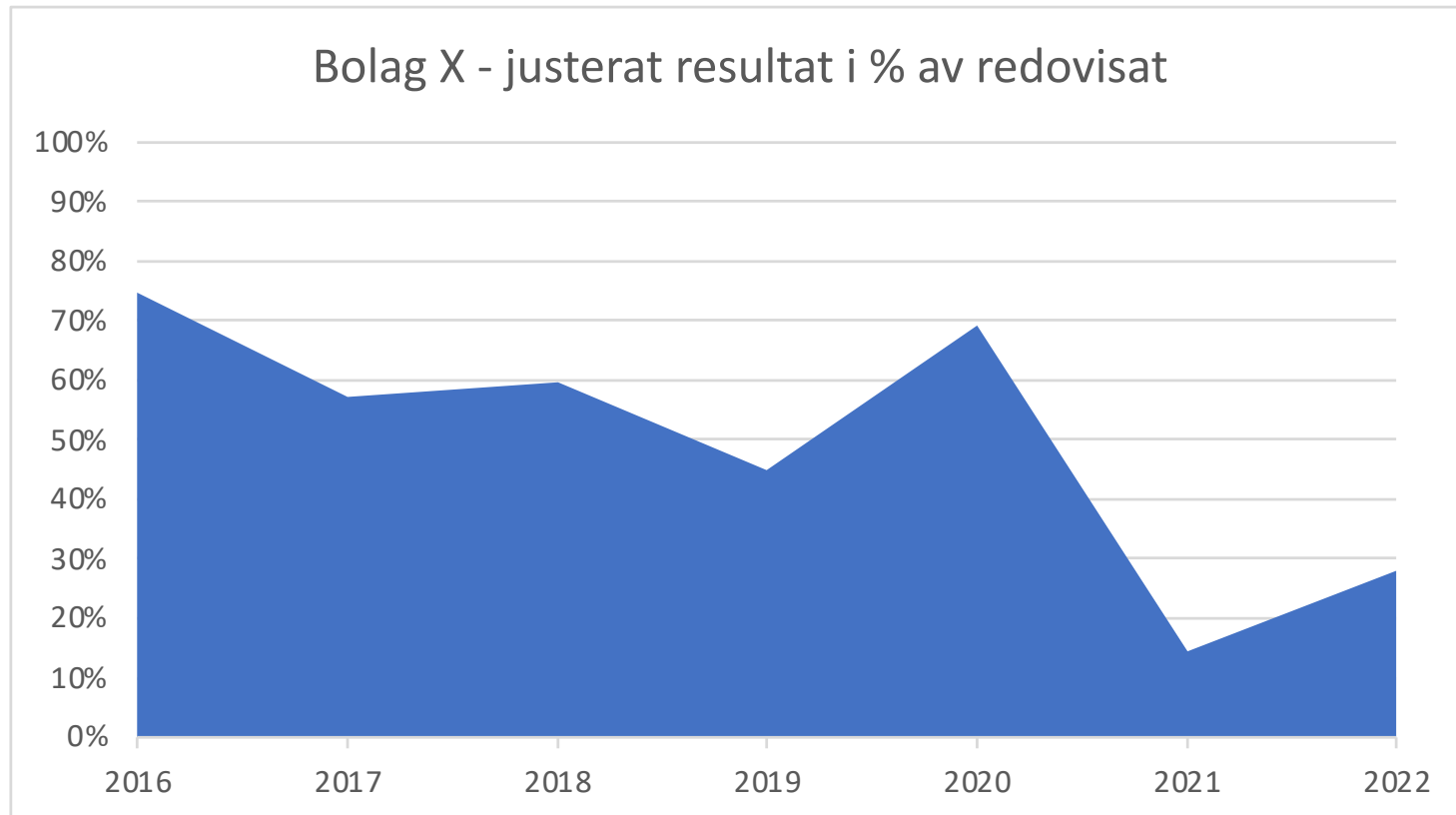
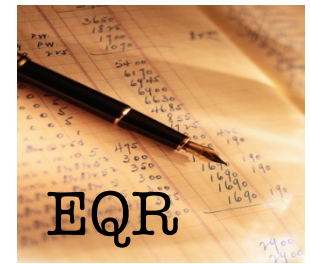
Jämförelsestörande poster



Jämförelsestörande poster regelmässigt större under fjärde kvartalet

ESMA – alternativa resultat/nyckeltal

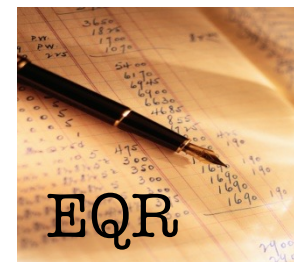
Bolag X – justerat resultat % redovisat



Vad styr börskursen? Justerat resultat eller IFRS-resultat?

IAS 1 – definition av rörelseresultat

Jämförelsestörande poster – egen rad



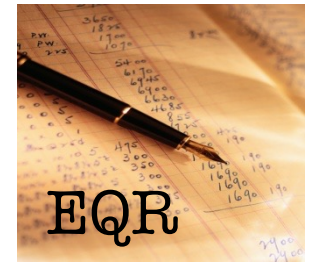
En egen rad hade varit att föredra:

| | |
|---|--------------------|
| Nettoomsättning | 1000 |
| Kostnad såld vara | -600 |
| Bruttovinst | 400 |
| Försäljningskostnader | -200 |
| Administration | - 50 |
| <u>Jämförelsestörande poster</u> | <u>-100</u> |
| Rörelseresultat | 50 |

...med krav på förklaring i direkt anslutning till resultaträkningen

IFRS 5 – avvecklade verksamheter

Vad betyder informationen?



- Borde endast få användas på **segment**. Då går det att följa redovisningen bakåt, vilket skulle underlätta prognoser.
- Ger en **överskattning av tillväxten** när bolag både köps och säljs kontinuerligt.
- Ger felaktig information vid **utdelning** av verksamhetsgrenar.
- Är det tänkt att användas på en verksamhet som läggs ner?

IFRS 5 – avvecklade verksamheter

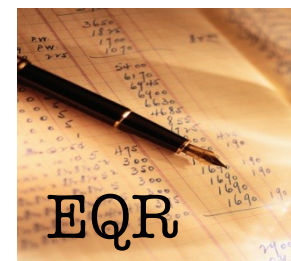
Bolag X: Utdelad verksamhet



| | | | |
|--|----|----------------|--------------|
| Nettoomsättning | B1 | 16 664 | 15 373 |
| Övriga rörelseintäkter | B2 | 1 603 | 1 724 |
| Förändring av varulager | | -159 | -132 |
| Värdeförändring biologiska tillgångar | D3 | 617 | 689 |
| Råvaror och förnödenheter | B3 | -5 951 | -5 585 |
| Personalkostnader | C1 | -2 763 | -2 536 |
| Övriga rörelsekostnader | B3 | -6 251 | -6 258 |
| Resultat från joint ventures och andelar i intresseföretag | F2 | 1 | -6 |
| Jämförelsestörande poster | B4 | -113 | 116 |
| EBITDA | | 3 648 | 3 385 |
| Avskrivningar | | -1 137 | -1 114 |
| Rörelseresultat | | 2 511 | 2 271 |
| Finansiella intäkter | E7 | 29 | 40 |
| Finansiella kostnader | E7 | -122 | -124 |
| Resultat före skatt | | 2 418 | 2 187 |
| Skatter | B5 | -544 | -417 |
| Periodens resultat, kvarvarande verksamhet | | 1 874 | 1 770 |
| Periodens resultat, avvecklad verksamhet | G1 | 140 281 | 4 242 |
| Periodens resultat | | 142 155 | 6 012 |

IFRS 5 – avvecklade verksamheter

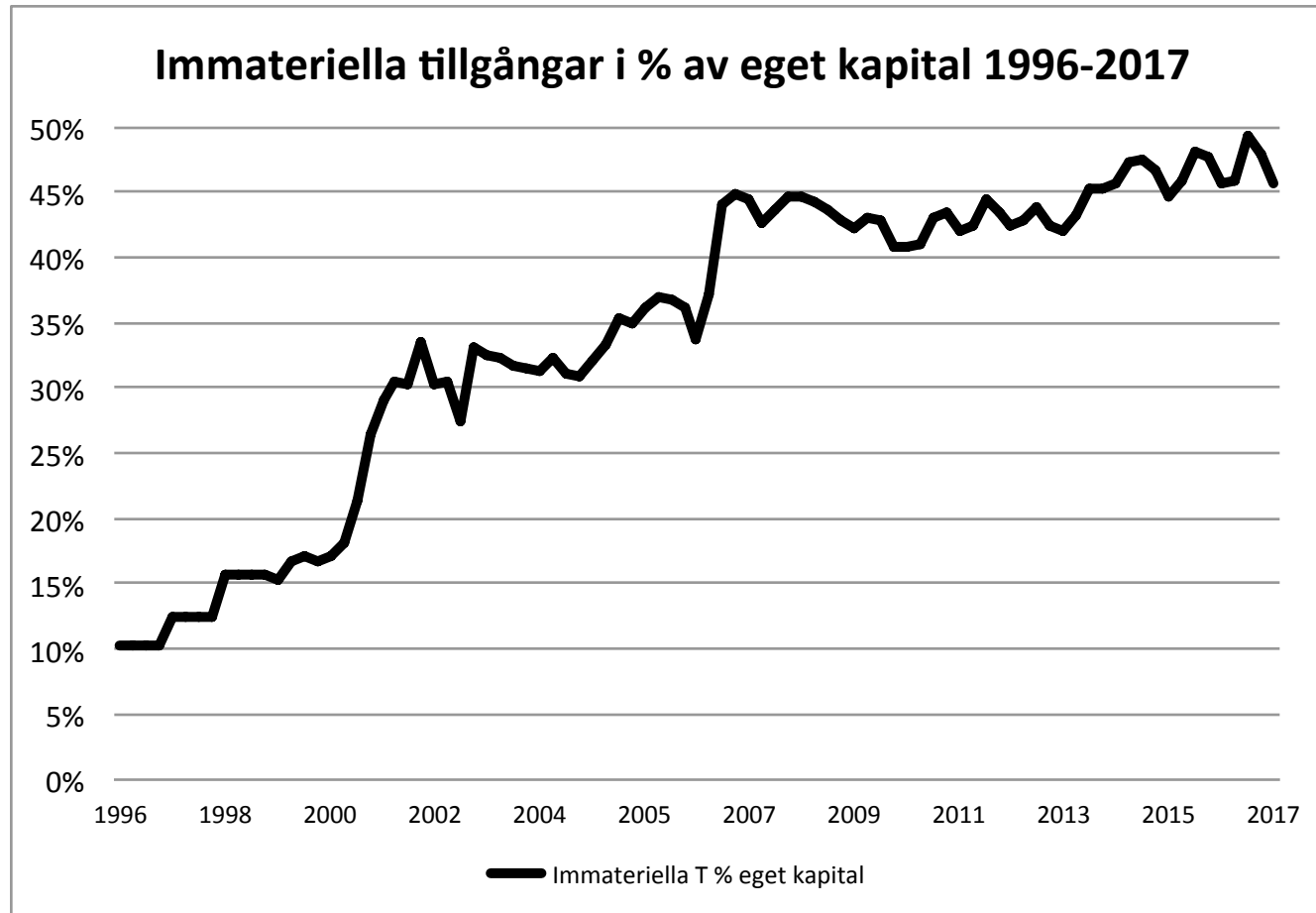
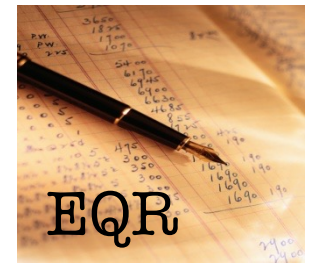
Bolag X: Nedlagd verksamhet



| | | | |
|---|--------------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 1 | 796,3 | 767,7 |
| Kostnad för sålda varor | | -542,3 | -511,2 |
| BRUTTORESULTAT | | 254,0 | 256,5 |
| Försäljningskostnader | | -109,0 | -101,7 |
| Administrationskostnader | 7 | -70,6 | -78,8 |
| Forsknings- och utvecklingskostnader | | -12,2 | -11,9 |
| Resultat från andelar i intresseföretag | 15 | - | 3,1 |
| Övriga rörelseintäkter | 9 | 14,2 | 5,3 |
| Övriga rörelsekostnader | 9 | -2,2 | -6,1 |
| RÖRELSERESULTAT | 1,2,3,4,5,6,7,9,10 | 74,2 | 66,4 |
| Finansnetto | | | |
| Finansiella intäkter | 11 | 8,7 | 5,6 |
| Finansiella kostnader | 11 | -9,3 | -16,0 |
| RESULTAT FÖRE SKATT | | 73,6 | 56,0 |
| Inkomstskatt | 12 | -12,2 | -9,1 |
| ÅRETS RESULTAT, KVARVARANDE VERKSAMHET | | 61,4 | 46,9 |
| Årets resultat från avvecklad verksamhet | | -17,2 | -45,2 |
| ÅRETS RESULTAT, TOTAL VERKSAMHET | | 44,2 | 1,7 |

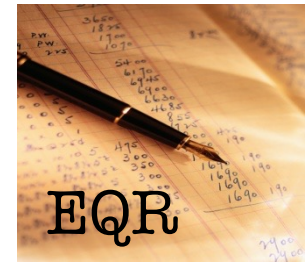
IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella

Goodwill stiger kontinuerligt



IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella

Nedskrivningstest



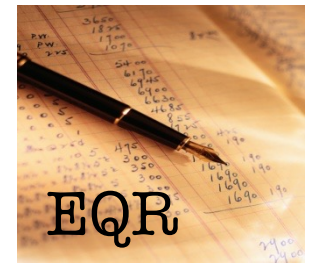
Värdefull information

- Information om avkastningskrav (kring 7-8%), samt information om evig tillväxt efter fem år (2%, +/-0,5%)
- Önskvärt: Vilken vinsttillväxt har prognostiserats de kommande fem åren?
- ...alternativt: Vilken omsättningstillväxt?
- ...alternativt: Vilken rörelsemarginal innebär prognosen år 5?

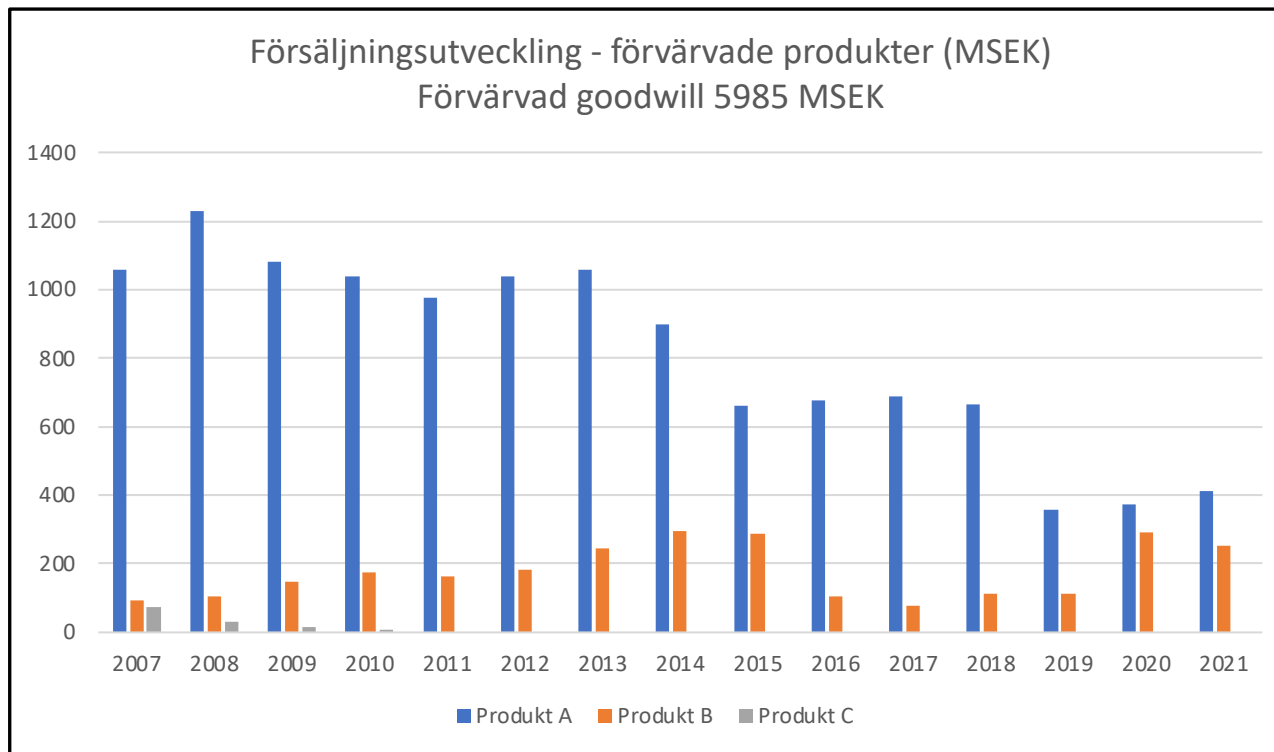
Problem

- Stora CGU:er och "ensegmentsbolag" ger stora möjligheter att gömma nedskrivningsbehov.

IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella Nedskrivningstest - ensegmentsbolag



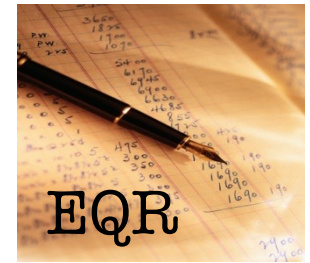
”Ensegmentsbolag” – håller goodwillposten värdet?



Börsvärdet är större än bokfört eget kapital = ingen nedskrivning

IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella

Vad gör analytikerna?



Analytikertestet

Kvartalen närmast efter ett större förvärv ställs regelmässigt två frågor:

”Ändrar förvärvet målet för koncernens rörelsemarginal?”

”Vilken rörelsemarginal räknar ni med det kommande kvartalet?”

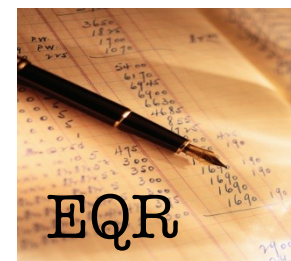
...och sedan kommer ett nytt förvärv, med nya frågor...

...och ett nytt förvärv, med nya frågor...

...och sedan en ny VD, som skriver ner ...

IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella

Förvärv av minoritetsintresse



| MSEK | Aktie- kapital | TEB:1 Reserver | Balanserad vinst | Eget kapital hänförligt till moderbolagets aktieägare | Innehav utan bestämmande inflytande | Totalt eget kapital |
|---|-------------------|-------------------|---------------------|--|--|------------------------|
| 2021 års värde vid periodens början | 2 350 | 581 | 51 421 | 54 352 | 8 990 | 63 342 |
| RR Periodens resultat | | | 8 620 | 8 620 | 1 190 | 9 810 |
| Övrigt totalresultat för perioden | | | | | | |
| Poster som inte kan omföras till resultaträkningen | | | | | | |
| Aktuariella vinster och förluster avseende förmånsbestämda pensionsplaner ¹⁾ | | | -148 | -148 | | -148 |
| Verkligt värde över övrigt totalresultat | | 0 | | 0 | | 0 |
| TEB:2 Inkomstskatt hänförlig till komponenter i övrigt totalresultat | | 0 | -13 | -13 | | -13 |
| Övrigt totalresultat som inte kan omföras till resultaträkningen | | 0 | -161 | -161 | - | -161 |
| Poster som har omförts eller kan omföras till resultaträkningen | | | | | | |
| Kassaflödessäkningar: | | | | | | |
| Resultat från omvärdering av derivat redovisat i eget kapital | | 4 142 | | 4 142 | | 4 142 |
| Överfört till resultaträkningen för perioden | | -1 363 | | -1 363 | | -1 363 |
| Förvärvade kassaflödessäkningar | | 11 | -11 | - | | - |
| Omräkningsdifferens på utländsk verksamhet | | 4 592 | | 4 592 | 888 | 5 480 |
| Resultat från säkring av nettoinvestering i utländsk verksamhet | | -1 012 | | -1 012 | | -1 012 |
| Övrigt totalresultat från intresseföretag | | | 15 | 15 | | 15 |
| TEB:2 Inkomstskatt hänförlig till komponenter i övrigt totalresultat | | -536 | -3 | -539 | | -539 |
| Övrigt totalresultat som har omförts eller kan omföras till resultaträkningen | | 5 834 | 1 | 5 835 | 888 | 6 723 |
| Övrigt totalresultat för perioden, netto efter skatt | | 5 834 | -160 | 5 674 | 888 | 6 562 |
| TR Summa totalresultat för perioden | | 5 834 | 8 460 | 14 294 | 2 078 | 16 372 |
| Riktad nyemission till innehav utan bestämmande inflytande | | | 13 | 13 | 12 | 25 |
| Förvärv av innehav utan bestämmande inflytande | | | -4 042 | -4 042 | -1 919 | -5 961 |
| Överfört till anskaffningsvärde på säkrade investeringar | | 1 | | 1 | | 1 |
| Omvärderingseffekt vid förvärv av innehav utan bestämmande inflytande | | | -3 | -3 | | -3 |
| KF OKF Utdelning, 6,75 SEK per aktie ²⁾ | | | -4 741 | -4 741 | -528 | -5 269 |
| BR Värde vid periodens slut | 2 350 | 6 416 | 51 108 | 59 874 | 8 633 | 68 507 |



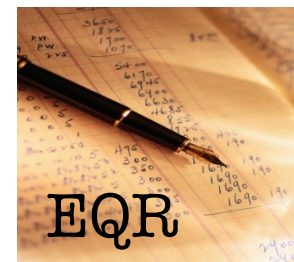
IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella

Förvärv av minoritetsintresse



| | Minoritet 40% | Minoritet 0% | Goodwill | Full goodwill | Minoritet |
|-----------------------|---------------|--------------|----------|---------------|-----------|
| | År 1 | | | | |
| <i>Förvärvsandel</i> | 60% | | | | |
| Förvärv | 60,0 | | | | |
| Eget kapital 30 mkr | -18,0 | | | | |
| Goodwill | 42,0 | | | | |
| Tillkommande goodwill | | | | | |
| Skrivs ned mot EK | | | | | |
| | Minoritet 40% | Minoritet 0% | Goodwill | Full goodwill | Minoritet |
| | År 1 | År 2 | | | |
| <i>Förvärvsandel</i> | 60% | 40% | | | |
| Förvärv | 60,0 | 100,0 | | | |
| Eget kapital 30 mkr | -18,0 | -12,0 | | | |
| Goodwill | 42,0 | 88,0 | 130,0 | | |
| Tillkommande goodwill | | | | | |
| Skrivs ned mot EK | | | -88,0 | | |
| | Minoritet 40% | Minoritet 0% | Goodwill | Full goodwill | Minoritet |
| | År 1 | År 2 | | År 1 | |
| <i>Förvärvsandel</i> | 60% | 40% | | 100% | |
| Förvärv | 60,0 | 100,0 | | 100,0 | |
| Eget kapital 30 mkr | -18,0 | -12,0 | | -30,0 | |
| Goodwill | 42,0 | 88,0 | 130,0 | 70,0 | 28,0 |
| Tillkommande goodwill | | | | | 60,0 |
| Skrivs ned mot EK | | | -88,0 | | -60,0 |

IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella Tilläggsköpeskillningar i Bolag X



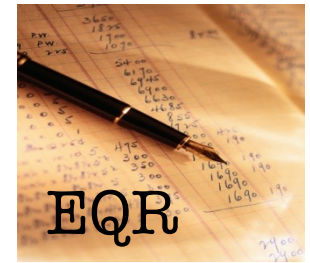
**Återlagda tilläggsköpeskillningar under 8 år i Bolag X
= genomsnittligt 11% av rörelseresultatet**

| År (Mkr) | Rörelse- resultat | Redovisat i RR | % av rörelseres | Avsättning i BR | Immat tillgångar |
|---------------|----------------------|-------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| 2015 | 4114 | 432 | 11% | 6899 | 35318 |
| 2016 | 4902 | 1198 | 24% | 6411 | 41603 |
| 2017 | 3677 | 517 | 14% | 5457 | 42913 |
| 2018 | 3387 | 608 | 18% | 5106 | 39136 |
| 2019 | 2924 | 585 | 20% | 4139 | 40654 |
| 2020 | 5162 | 272 | 5% | 3323 | 42677 |
| 2021 | 1056 | 61 | 6% | 2865 | 66590 |
| 2022 | 3757 | 61 | 2% | 2865 | 66590 |
| Totalt | 19963 | 2104 | 11% | | |

Borde inte immateriella tillgångar från förvärv också skrivas ner när tilläggsköpeskillningarna uteblir?

IFRS 16 – leasing, långsiktiga hyror

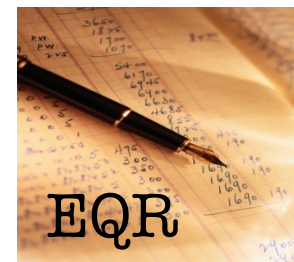
Effekten på kassaflödet



- I kassaflödesanalysen presenteras enligt IFRS 16 hyresutgiften på två ställen:
 - a) i finansnettot (den del som avser diskonteringseffekten)
 - b) ...och som finansiering (amortering av lån)
- I balansräkningen ökar tillgångarna och de räntebärande skulderna när bolaget ingår ett hyresavtal.
- När hyrestillgångarna skall prognostiseras måste "investeringsutgiften" tas fram med hjälp av historiska balansdata, inte med hjälp av kassaflödesanalysen
- Slutsats: Risk att resursförbrukningen för att nå en viss tillväxt underskattas, eftersom få beaktar avsnittet "finansiering" vid kassaflödesprognoser.

IAS 28 – Intressebolag

Analysproblem



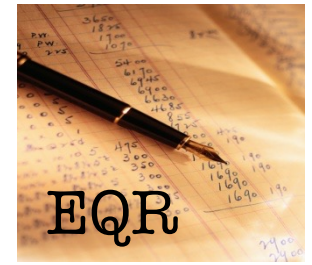
Förlustbringande intressebolag

- I förlustbringande intressebolag reduceras successivt tillgångsposten till noll, varefter någon resultatandel inte behöver redovisas i resultatet.
- Om intressebolaget i stället finansieras med lån från ägarna skall lånet ha samma status som eget kapital = resultatandel skall visas. Beaktas detta?

Börsnoterade intressebolag

- Aktier i börsnoterade intressebolag skall redovisas som intressebolag om röstandelen är minst 20 procent.
- Marknadsvärdering (IFRS 9/13) hade varit mer användbart, eftersom placerare regelmässigt marknadsvärderar en börsnoterad aktiepost i samband med en värdering.
- Slutsats: Marknadsnotering och IFRS 9/13 borde vara överordnat IAS 28 och intressebolagsredovisning.

HJÄLPER ELLER STJÄLPER IFRS ANALYTIKERNS ARBETE?



Redovisningsregler i all ära, men...

...ingenting är viktigare än en informativ kvartalsrapport