

---

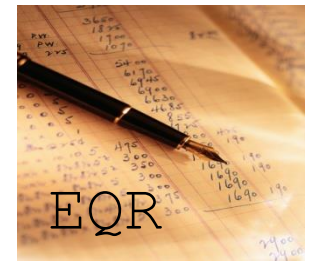
# REDOVISNINGSPROBLEM

*- AKTUELLA REDOVISNINGSPROBLEM OCH  
HUR DE PÅVERKAR PLACERARE*

*Peter Malmqvist  
Finansanalytiker*

# PETER MALMQVIST

---



## **ÖVERVAKARE AV BÖRSBOLAGS REDOVISNING**

TENDENSER I BÖRSBOLAGENS DELÅRSRAPPORTER 1997-2000

RÅDET FÖR FINANSIELL RAPPORTERING 2001-2004

NASDAQ STOCKHOLM - ÖVERVAKNING 2005-2019

NÄMNDEN FÖR REDOVISNINGSTILLSYN 2020-

## **AKTIEANALYTIKER**

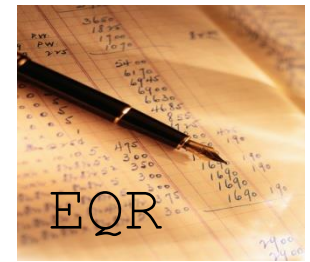
STOCKHOLM FONDKOMMISSION, ARAGON FONDKOMMISSION,  
NORDNET, REMIUM, AKTIESPARARNA

## **EKONOMIJOURNALIST**

SVD NÄRINGS LIV, SVT AKTUELLT, PRIVATA AFFÄRER,  
AKTIESPARAREN

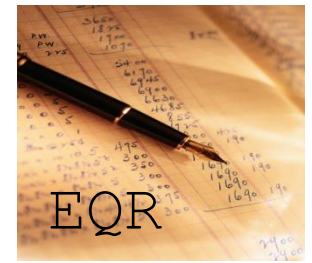
# AKTUELLA REDOVISNINGSPROBLEM

---



## VIKTIGA STANDARDS

- *IAS 1 – definition av rörelseresultat*
- *ESMA – alternativa resultat/nyckeltal*
- *IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella tillgångar*
- *IAS 36 – nedskrivningar*
- *IAS 40 – förvaltningsfastigheter*
- *IFRS 13 - värderingsantaganden*



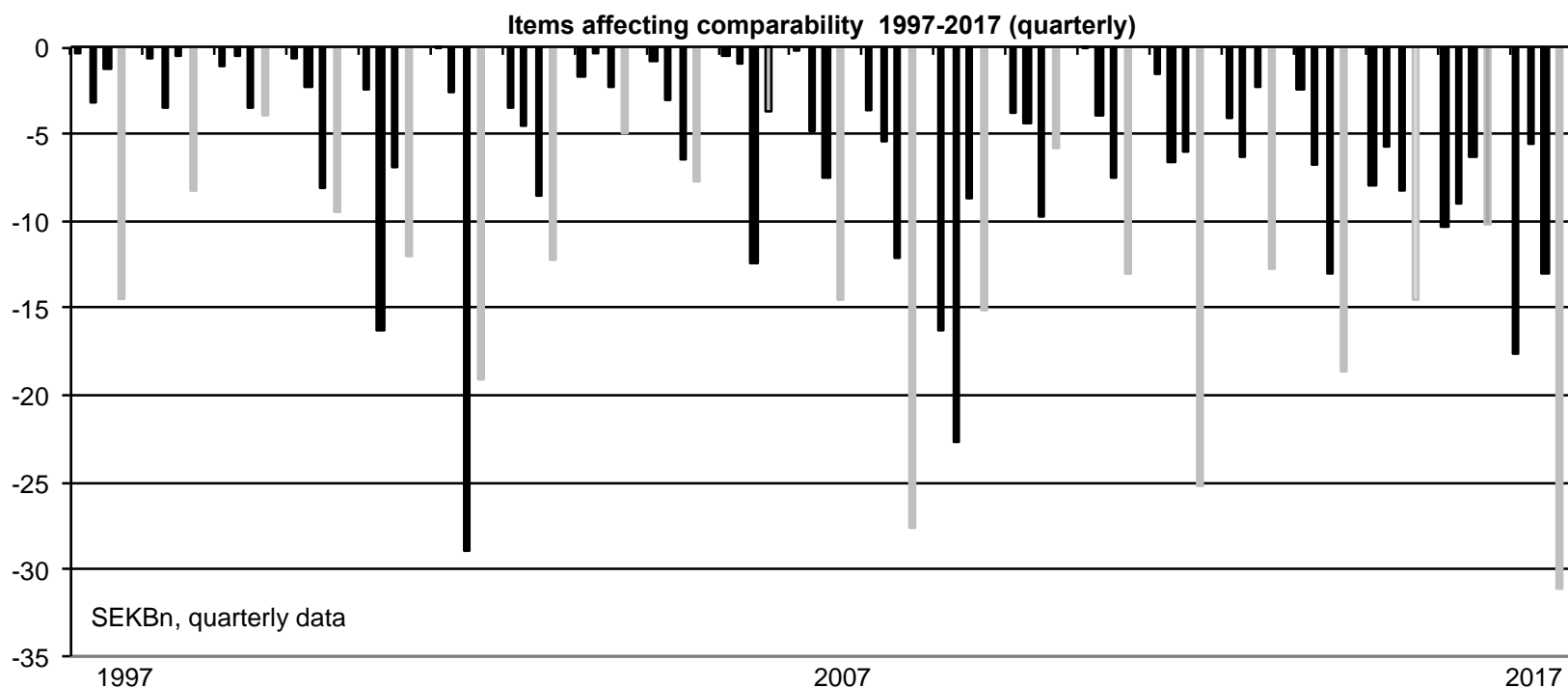
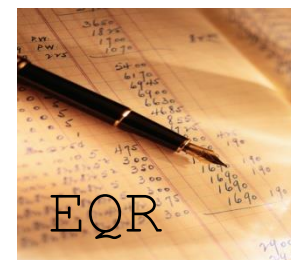
---

# JUSTERADE RESULTATMÅTT

(IAS 1, ESMA GUIDELINES)

# *Justerade resultatmätt (ESMA)*

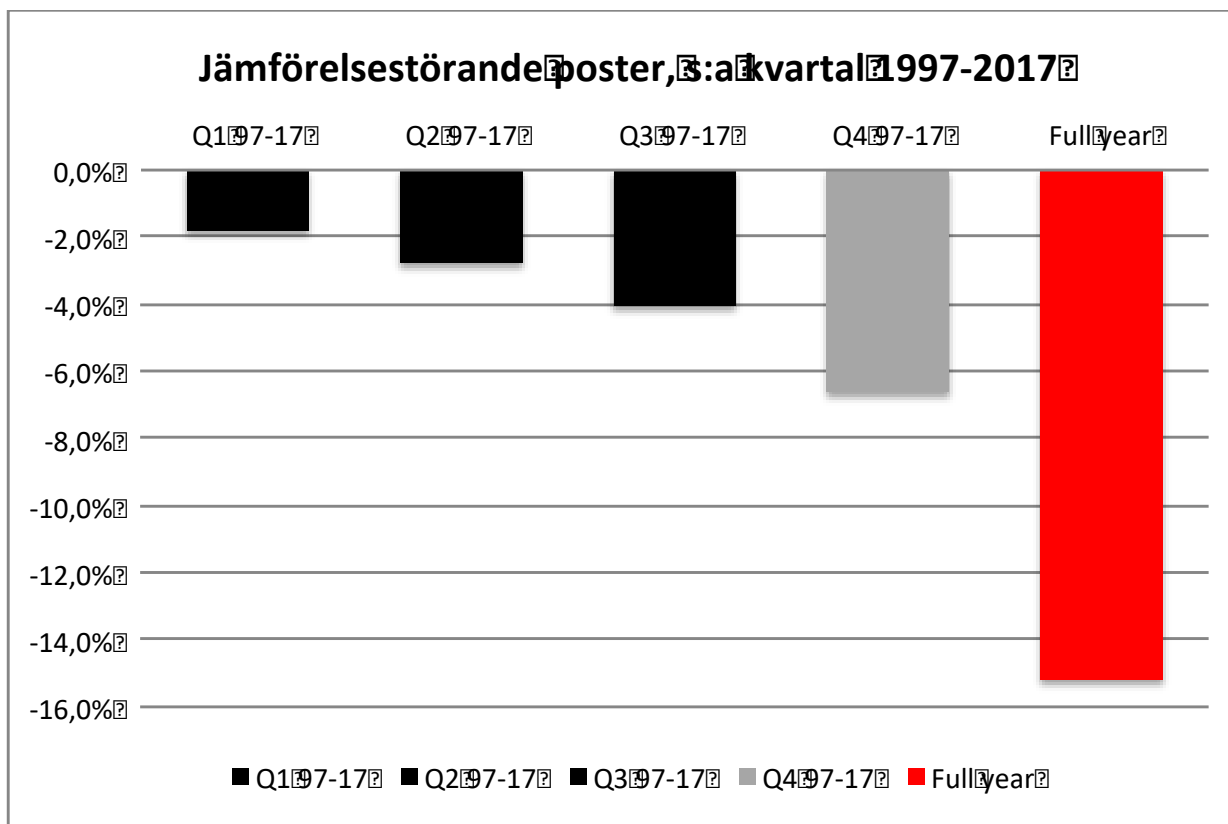
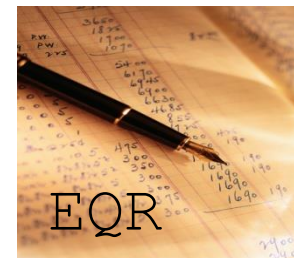
## Jämförelsestörande poster



**Jämförelsestörande poster ökar när konjunkturen försämras.**

# Justerade resultatmätt (ESMA)

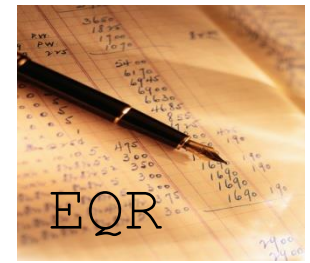
## Jämförelsestörande poster



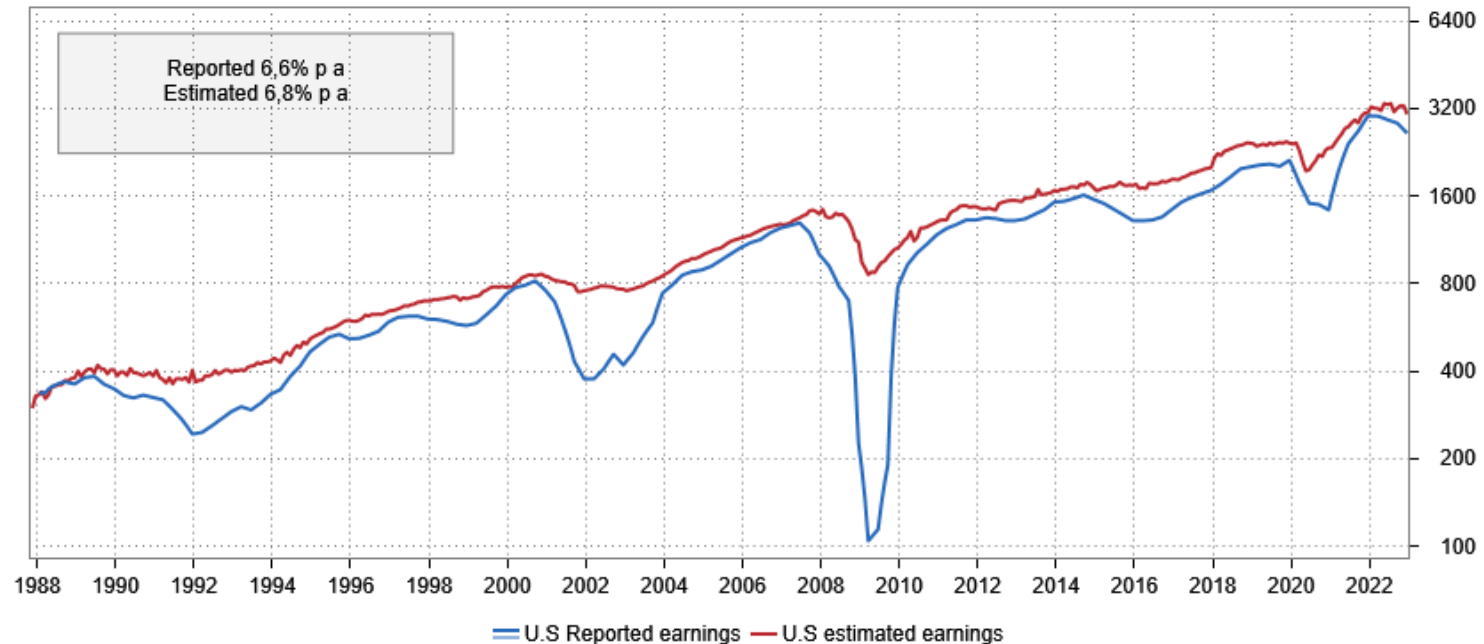
Jämförelsestörande poster regelmässigt större under fjärde kvartalet

# Justerade resultatmått (ESMA)

## Prognos och faktiskt utfall (S&P index)



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

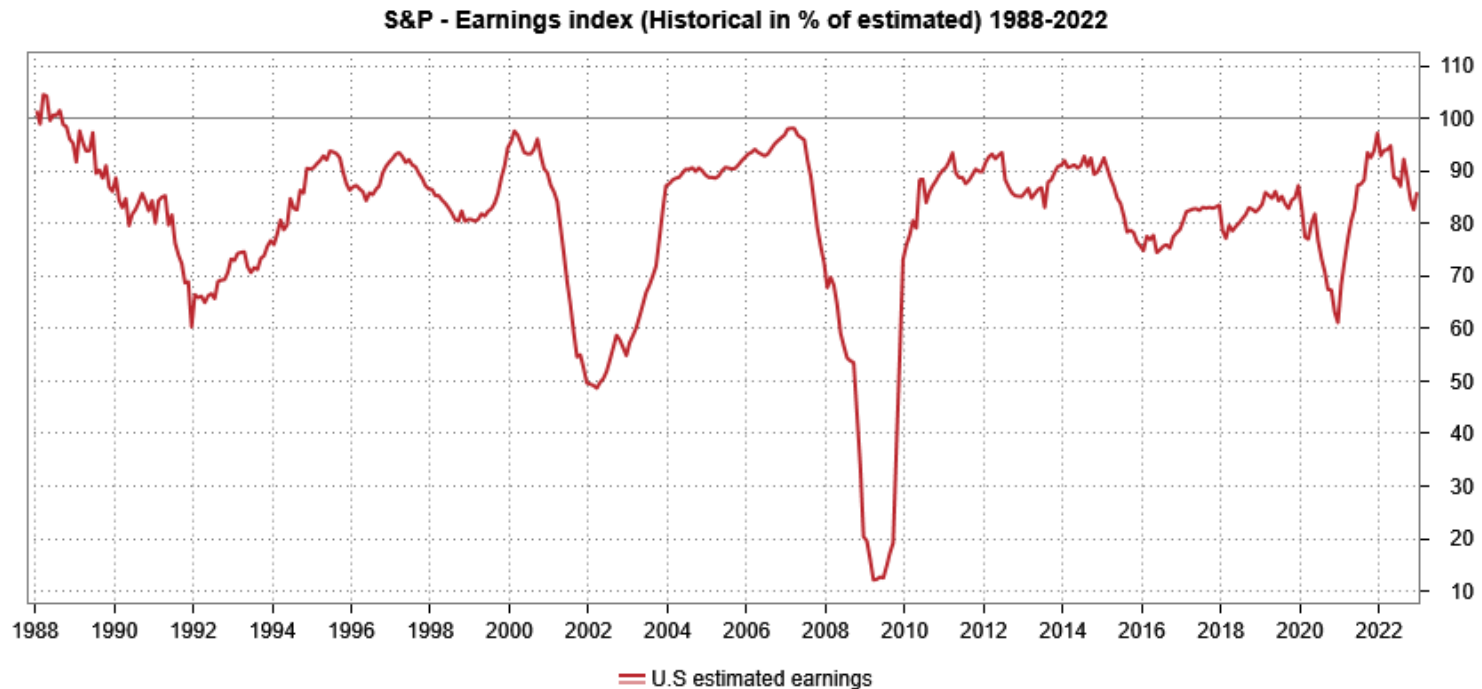
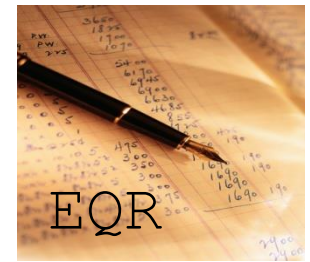


MACROBOND

**Faktiskt utfall ligger ständigt under prognoserna**

# Justerade resultatmått (ESMA)

Prognos i % av faktiskt utfall



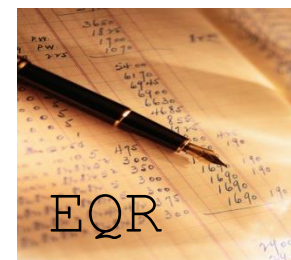
MACROBOND

**Faktiskt utfall ligger genomsnittligt 20% under prognoserna**

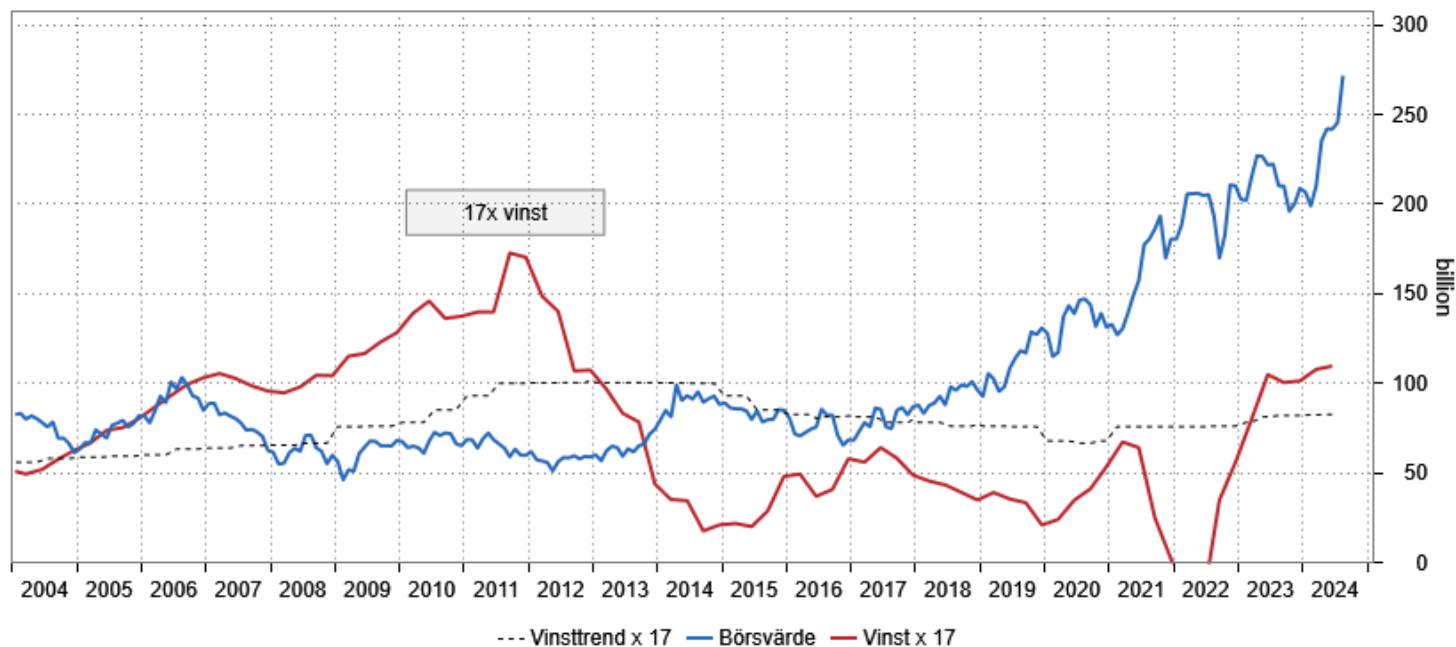


# Justerade resultatmått (ESMA)

## Bolag X – vinsten på lång sikt (p/e 40)



Bolag X - resultat (x p/e 17) och marknadsvärde

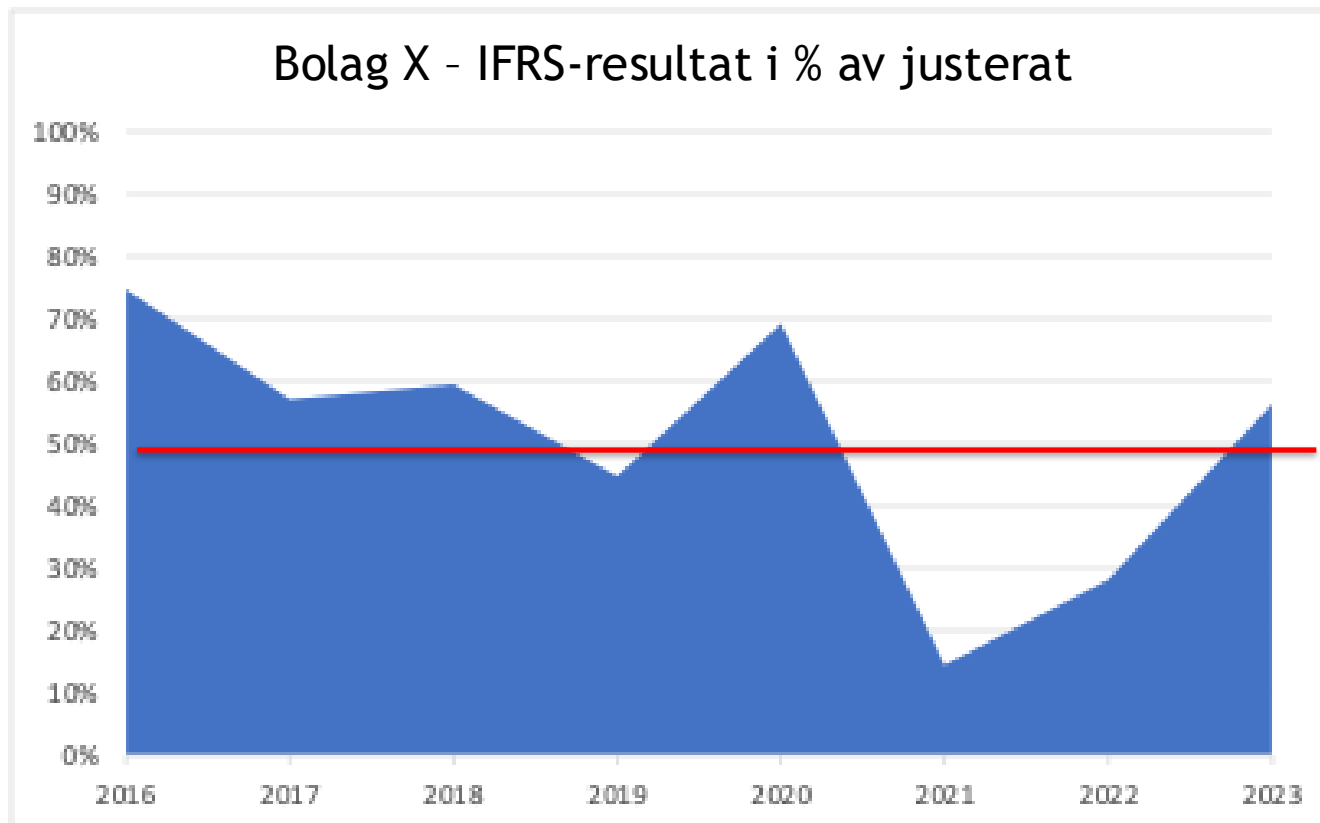
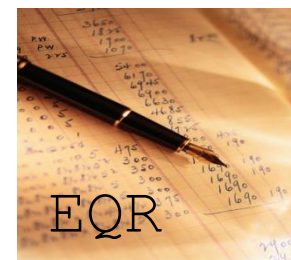


MACROBOND

**Vad styr börskursen? Inte IFRS-resultatet...**

# *Justerade resultatmätt (ESMA)*

## **Bolag X – IFRS-res % justerat resultat**

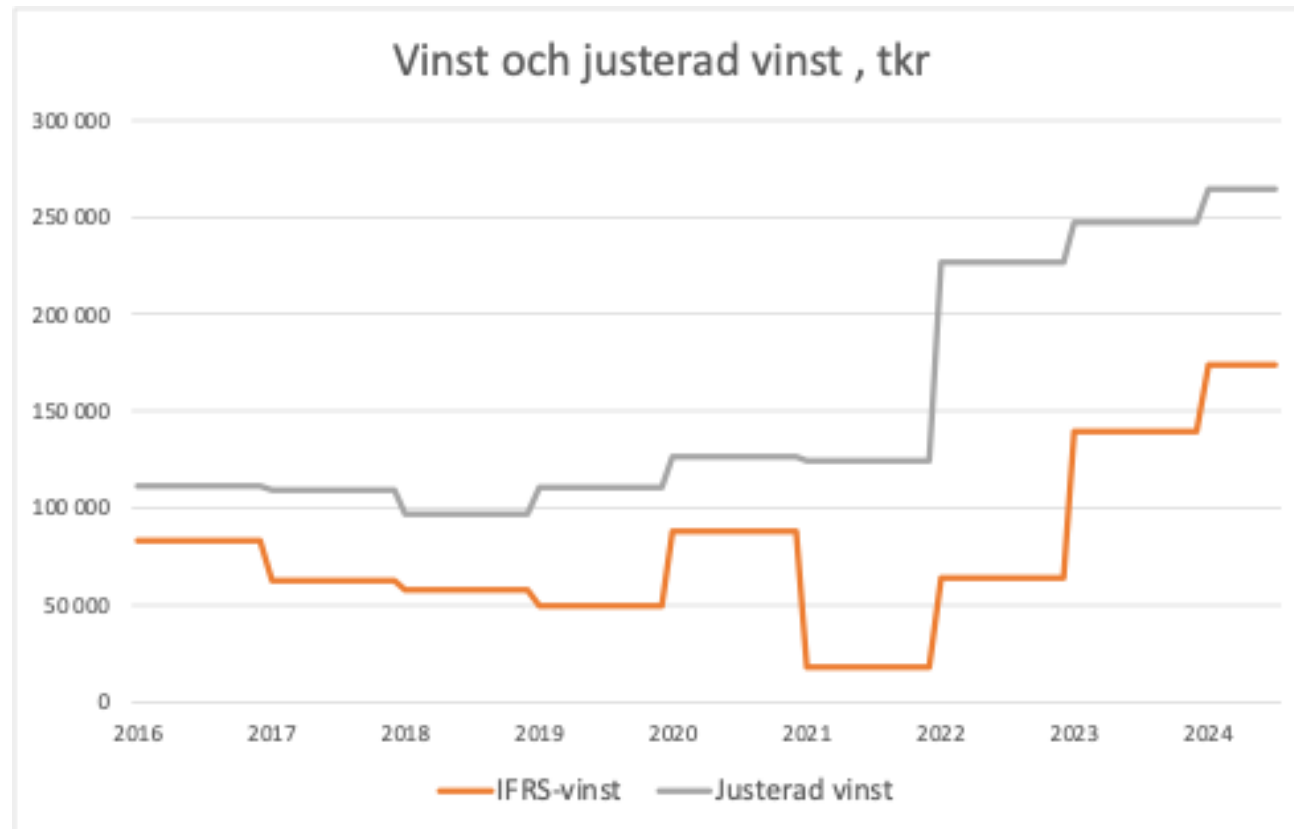
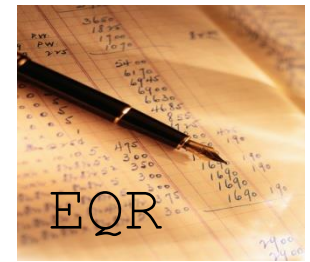


Snitt

**Vad styr börskursen? Justerat resultat eller IFRS-resultat?**

# *Justerade resultatmått (ESMA)*

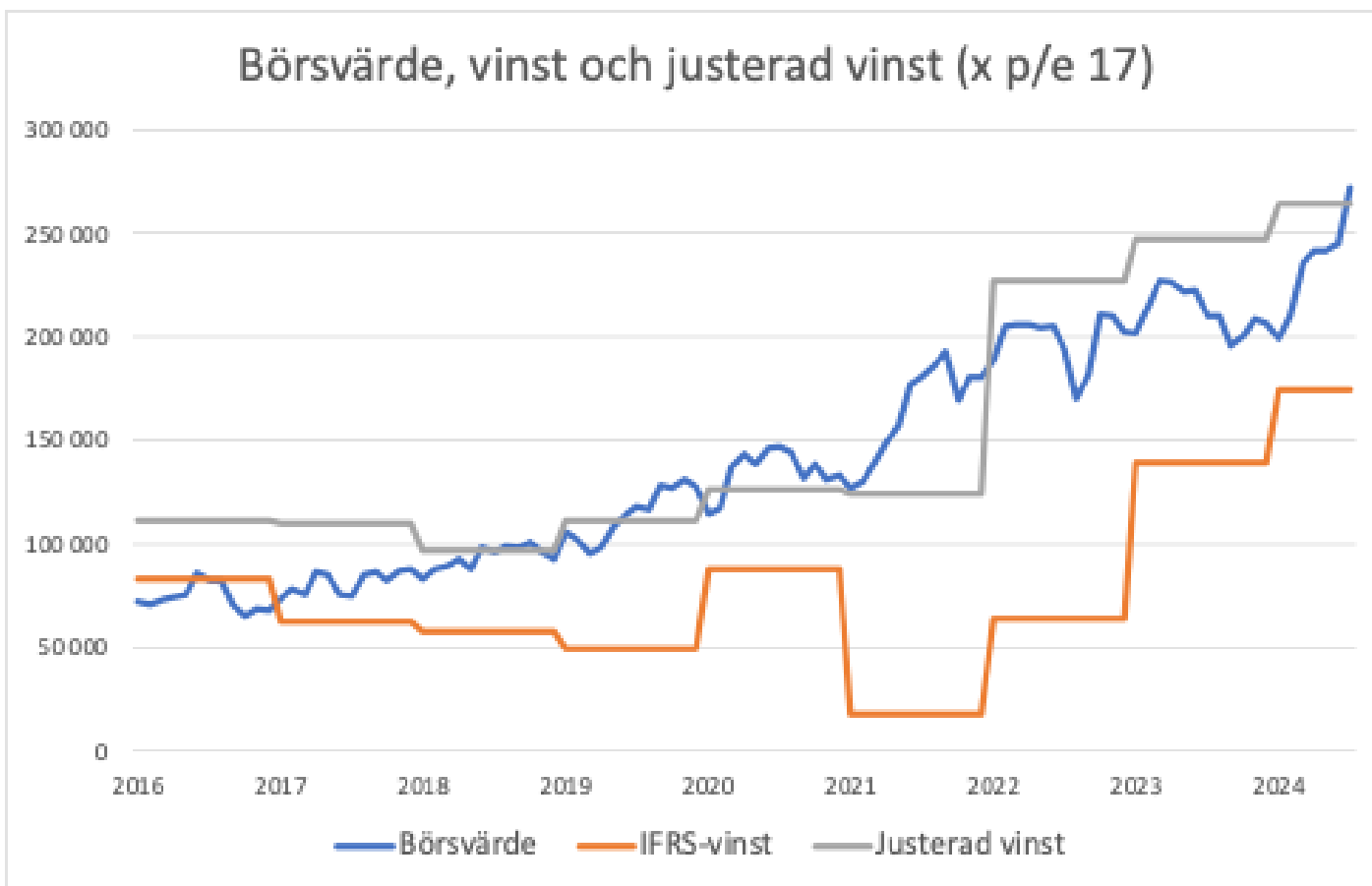
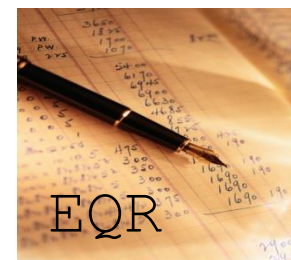
## **Bolag X – justerat resultat, IFRS-resultat**



**Vad styr börskursen? Justerat resultat eller IFRS-resultat?**

# Justerade resultatmätt (ESMA)

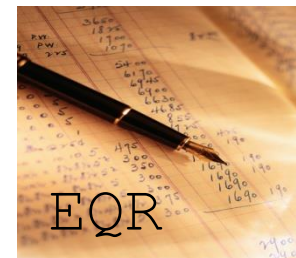
## Bolag X – resultat (x p/e 17), börsvärde



**Vad styr börskursen? IFRS-resultatet eller justerat resultat?**

# Justerade resultatmått (ESMA)

## Börsfavorit 1 – värdering (p/e 27)

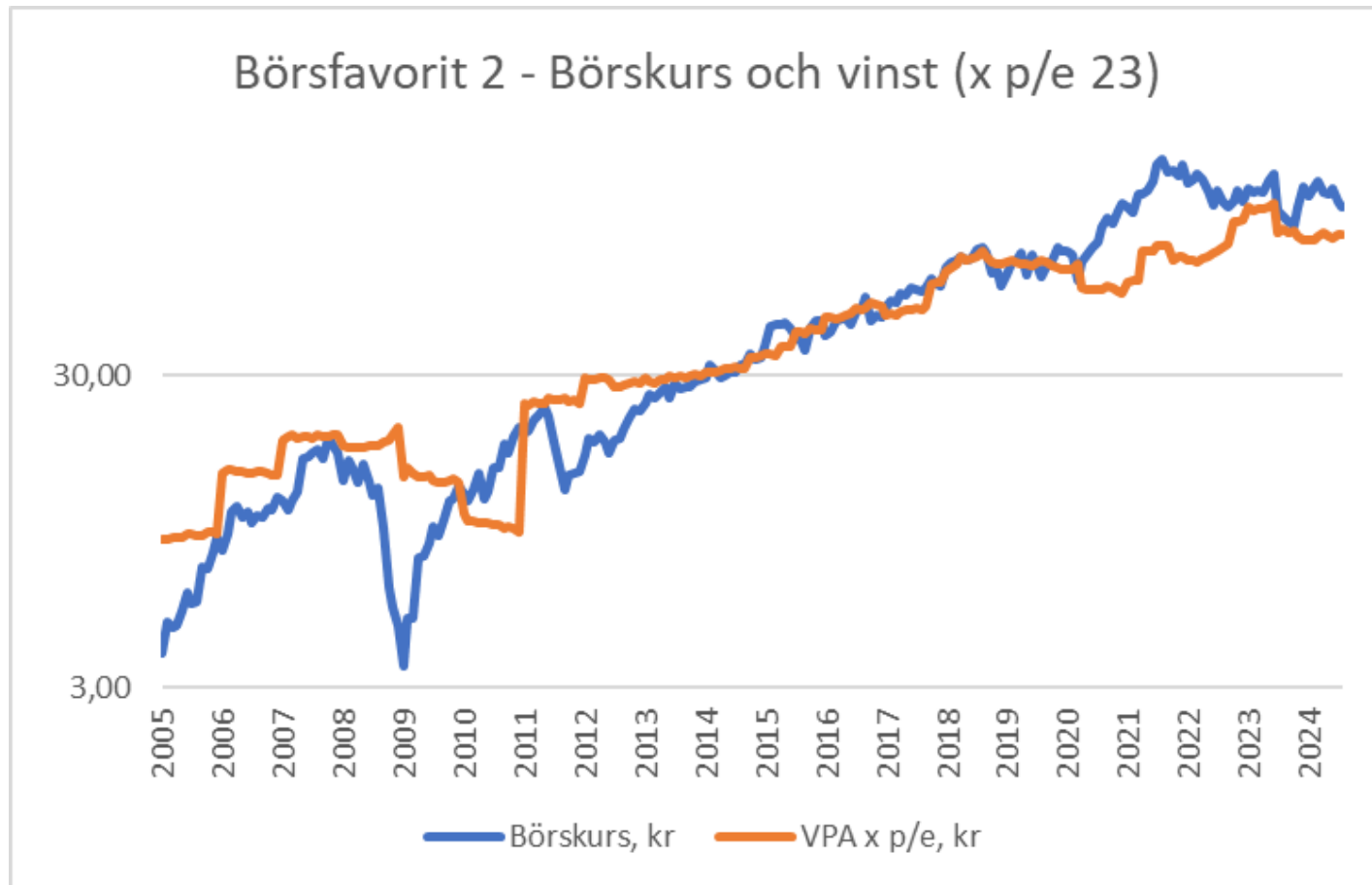
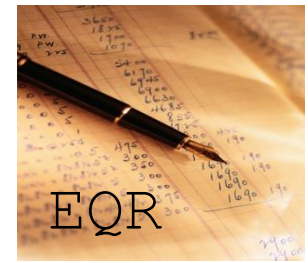


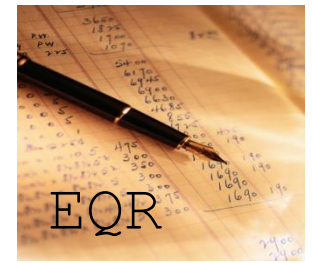
Börsfavoriten - vinst och börsvärde (earnings and market value)



# Justerade resultatmått (ESMA)

## Börsfavorit 2 – värdering (p/e 23)



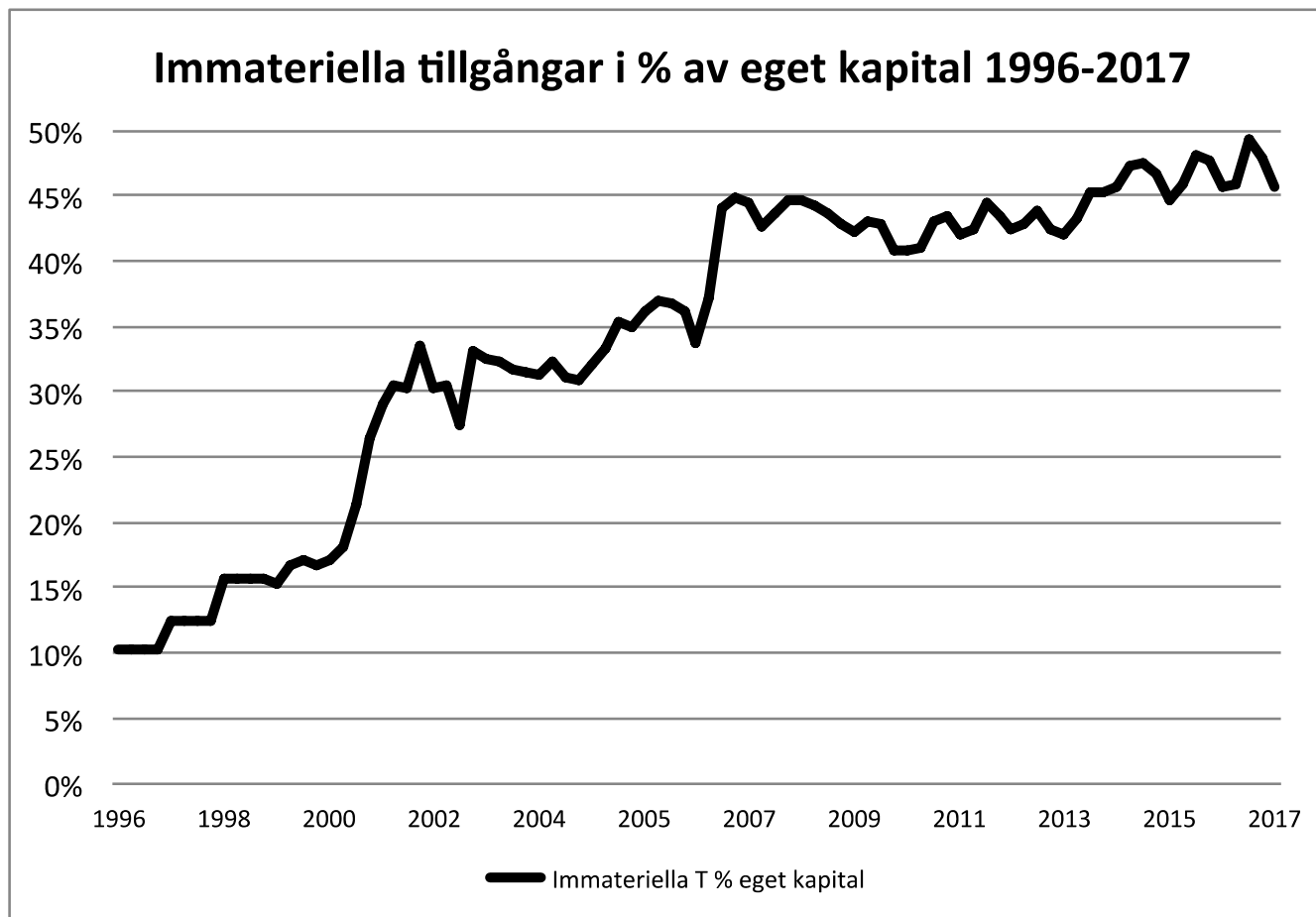
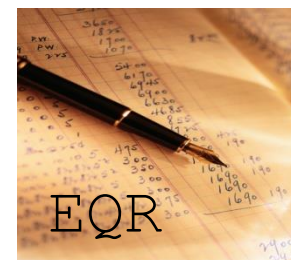


---

# GOODWILL OCH NEDSKRIVNINGAR

(IFRS 3, IAS 36)

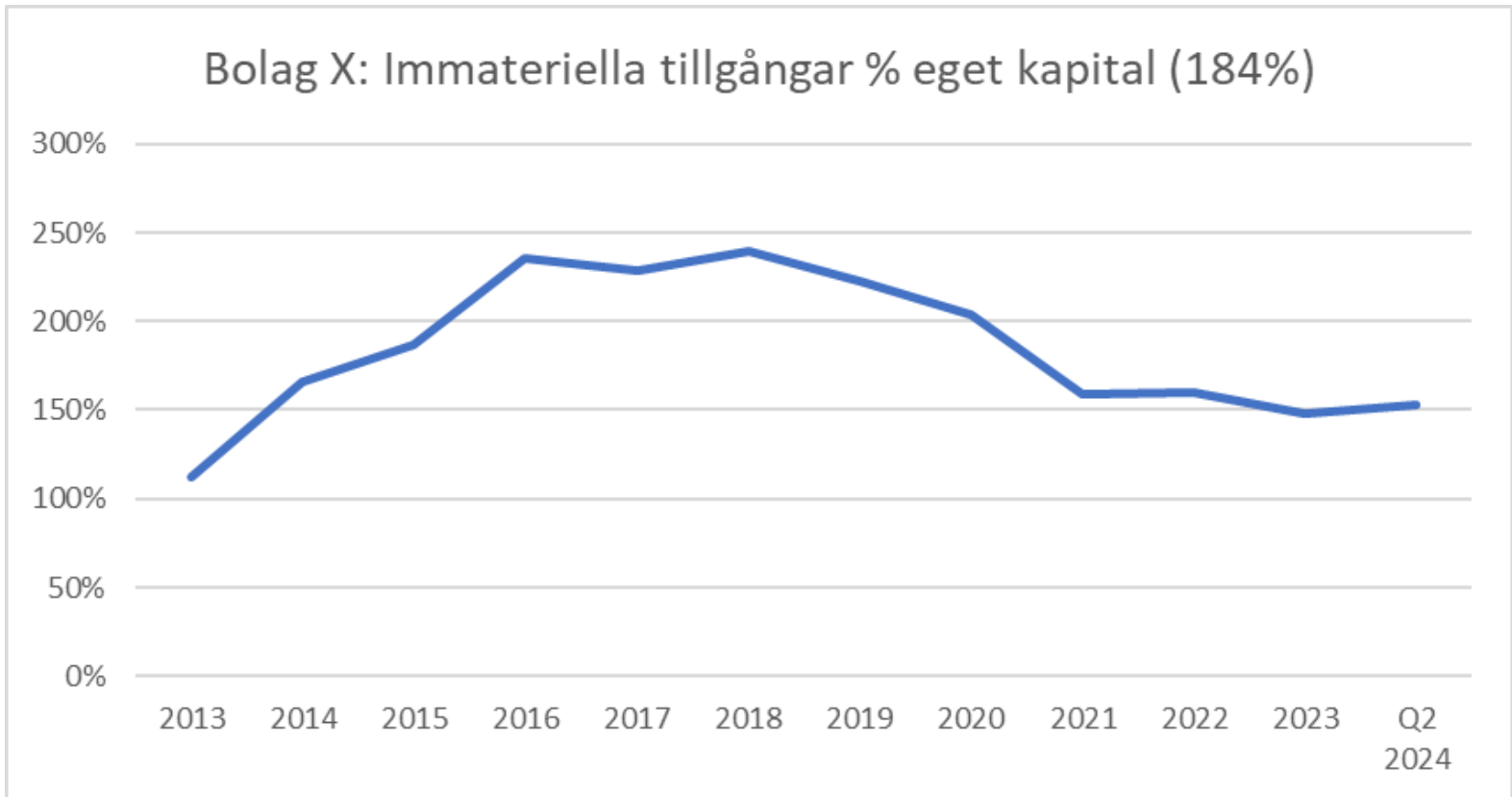
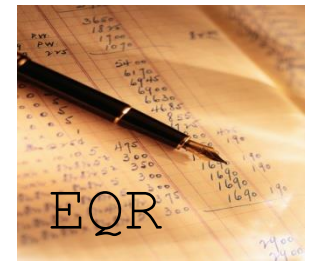
# IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella Goodwill (Sverige) stiger kontinuerligt





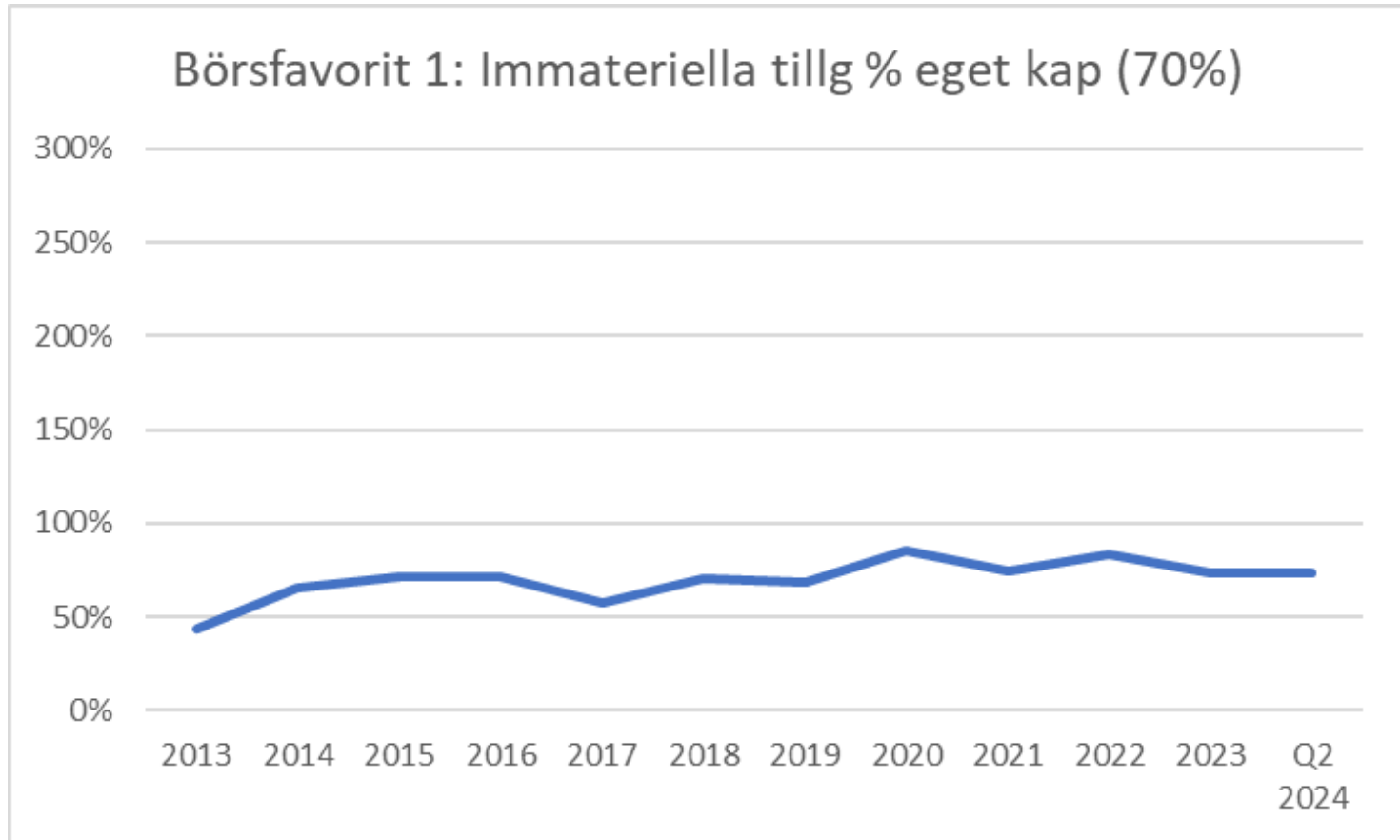
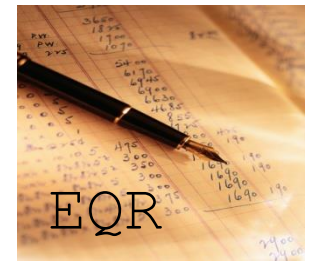
# IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella

## Bolag X: Immateriella % eget kapital



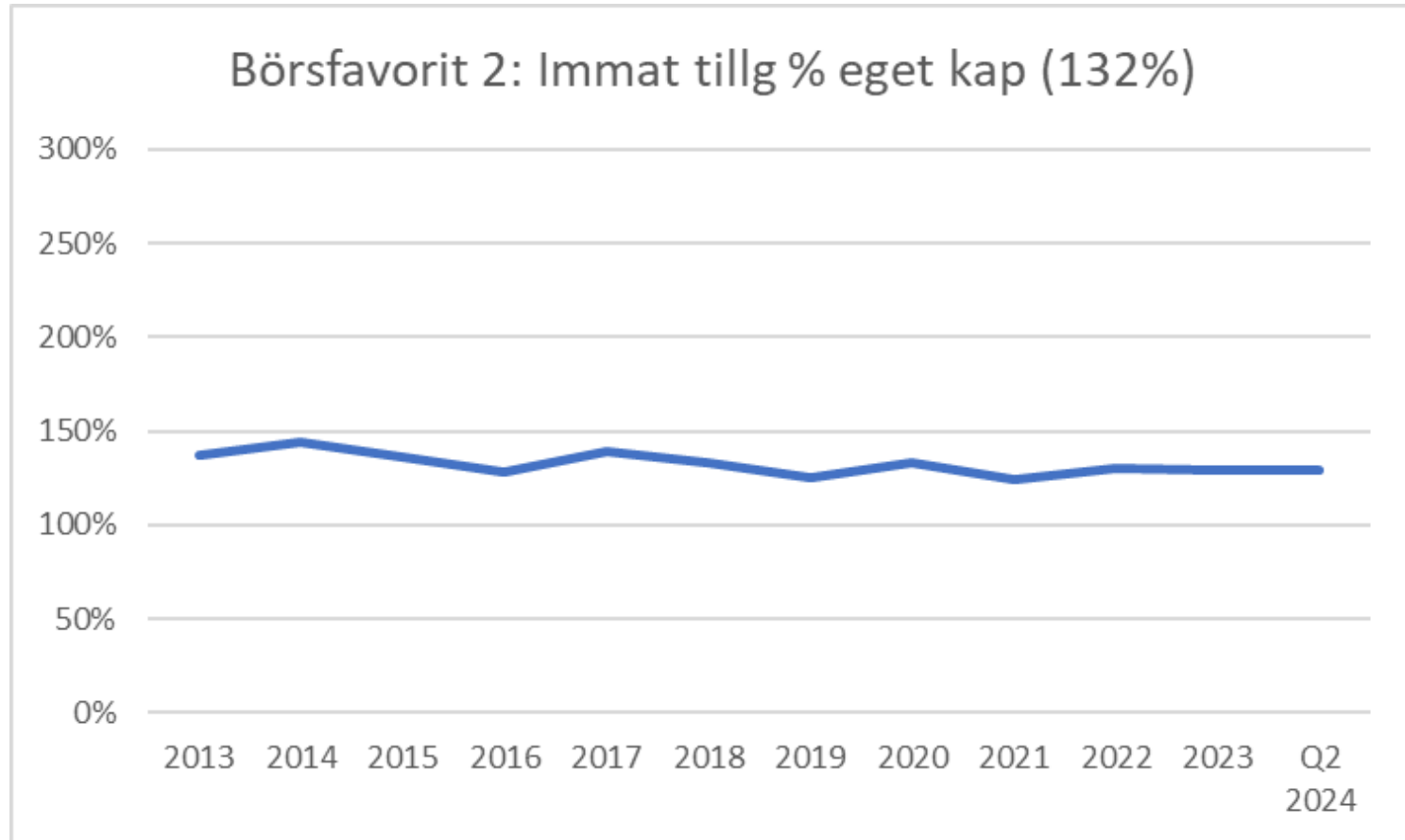
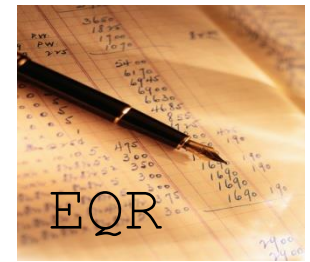
# IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella

## Börsfavorit 1: Immateriella % eget kapital



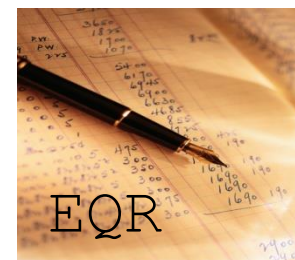
# IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella

## Börsfavorit 2: Immateriella % eget kapital



# Kassaflöde och investeringar

## Börsfavorit 2 – kassaflöde 1,1 x investeringar

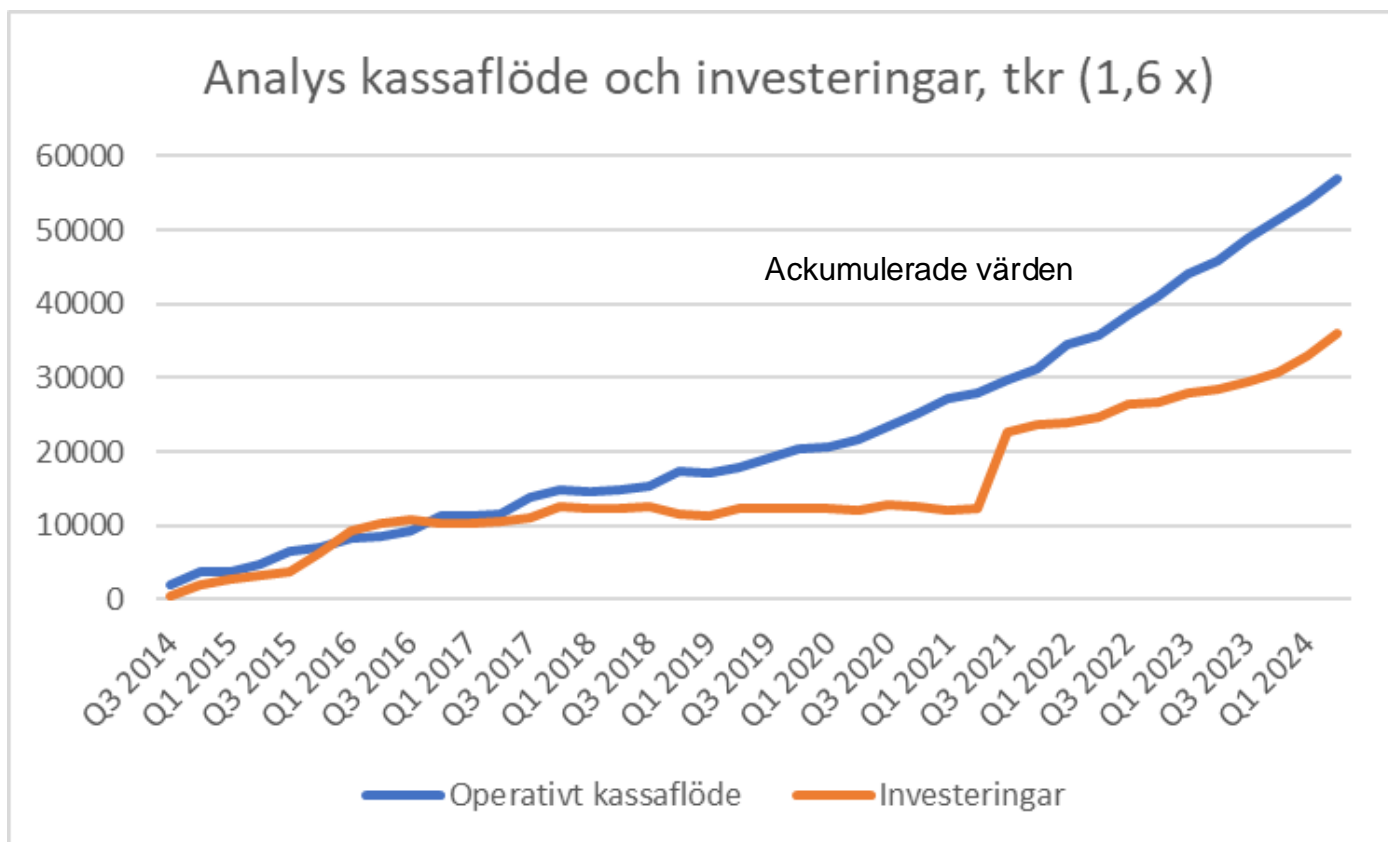
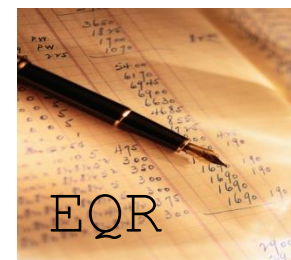


### Utveckling 2014-2024 (Q2)

Nyckeltal	Bolag X	Favorit 1	Favorit 2
<b>GW % eget kapital</b>	<b>184%</b>	<b>70%</b>	<b>132%</b>
Försäljningstillväxt	7%	8%	8%
Avkastning rörelsen	4%	14%	6%
Vinst/aktie (tvxt)	-4%	7%	9%
Utdelning (tvxt)	0,4%	3,4%	12,0%
Kassaflöde/invest	1,6	2,6	1,1
Börskurs (tvxt)	13%	12%	15%

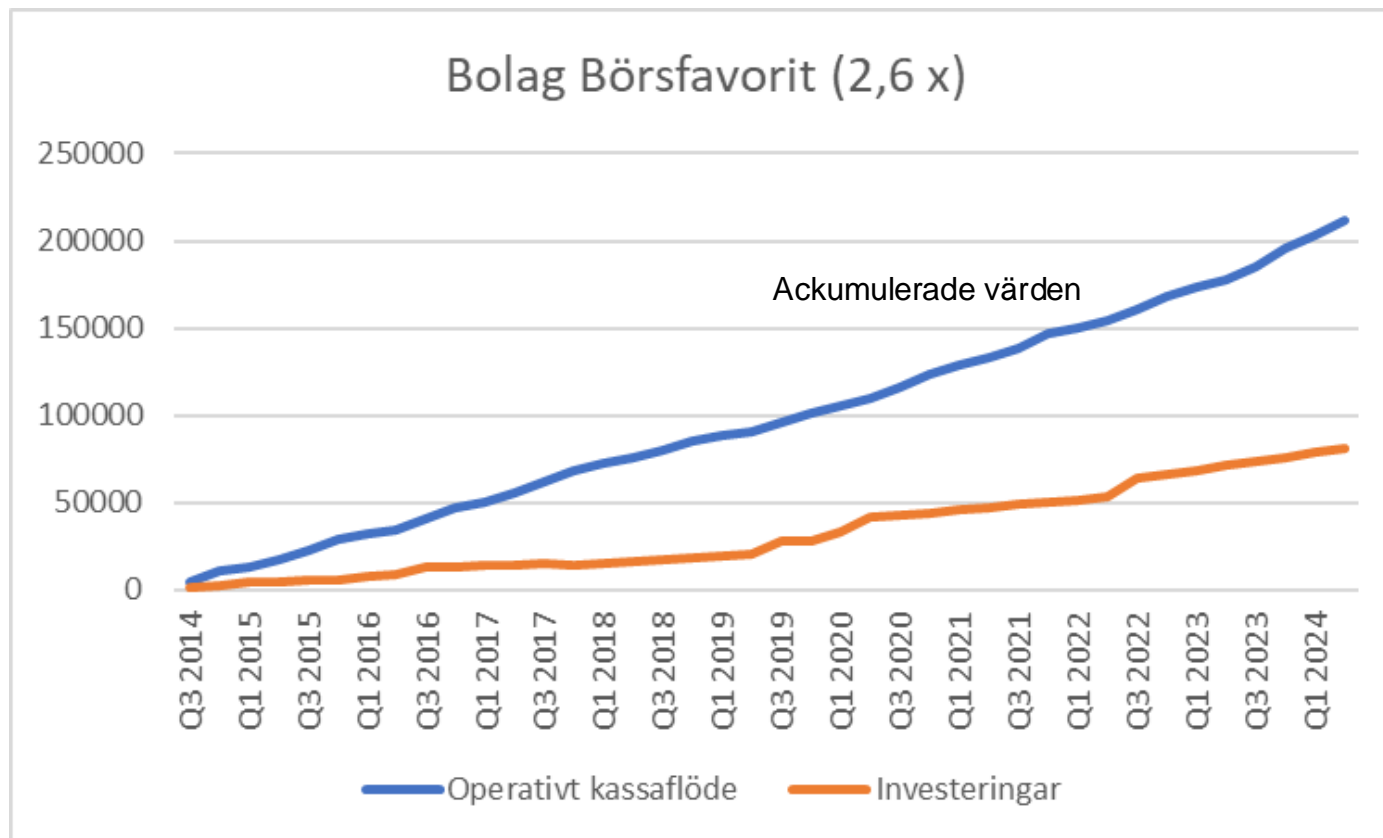
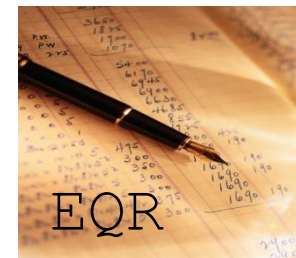
# Kassaflöde och investeringar

## Bolag X – kassaflöde 1,6x investeringar



# Kassaflöde och investeringar

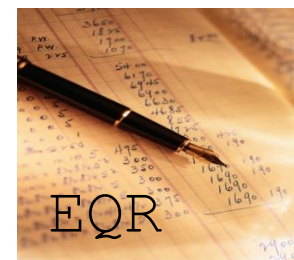
## Börsfavorit 1 – kassaflöde 2,6x investeringar



# *IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella*

## **Nedskrivningstest**

---



### **Viktig information**

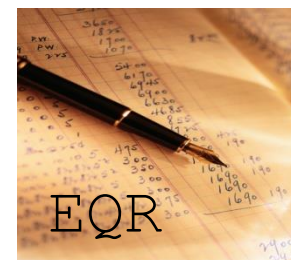
- Information om avkastningskrav (kring 8%),
- Information om evig tillväxt efter fem år (2%, +/-0,5%)
- Önskvärt: Vinsttillväxt de kommande fem åren?
- ...alternativt: Vilken omsättningstillväxt?
- ...alternativt: Vilken rörelsemarginal innebär prognosen år 5?

### **Problem**

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

# IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella

## Nedskrivningstest – tre varianter



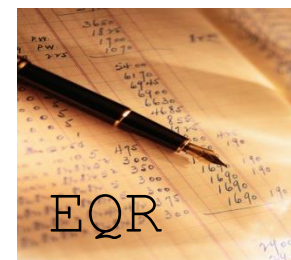
Normal utveckling	Period	1	2	3	4	5	6
Tillväxt		4%	4%	4%	4%	4%	2%
Cash flow	100	104	108	112	117	122	124
Avkastningskrav	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Tillväxt evighet							2%
Nuvärde kassaflöde	25%	445					
Nuvärde slutår	75%	1350					
	100%	1794					
Kraftig tillväxt	Period	1	2	3	4	5	6
Tillväxt		12%	12%	12%	12%	12%	2%
Cash flow	100	112	125	140	157	176	180
Avkastningskrav	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Tillväxt evighet							2%
Nuvärde kassaflöde	21%	558					
Nuvärde slutår	79%	2039					
	100%	2597					
Sänkt avkastningskrav	Period	1	2	3	4	5	6
Tillväxt		12%	12%	12%	12%	12%	2%
Cash flow	100	112	125	140	157	176	180
Avkastningskrav	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Tillväxt evighet							2%
Nuvärde kassaflöde	15%	592					
Nuvärde slutår	85%	3358					
	100%	3950					



# 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?”

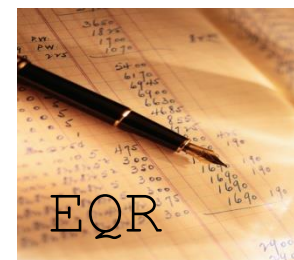
”Vilken rörelsemarginal räknar ni med det kommande kvartalet?”

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

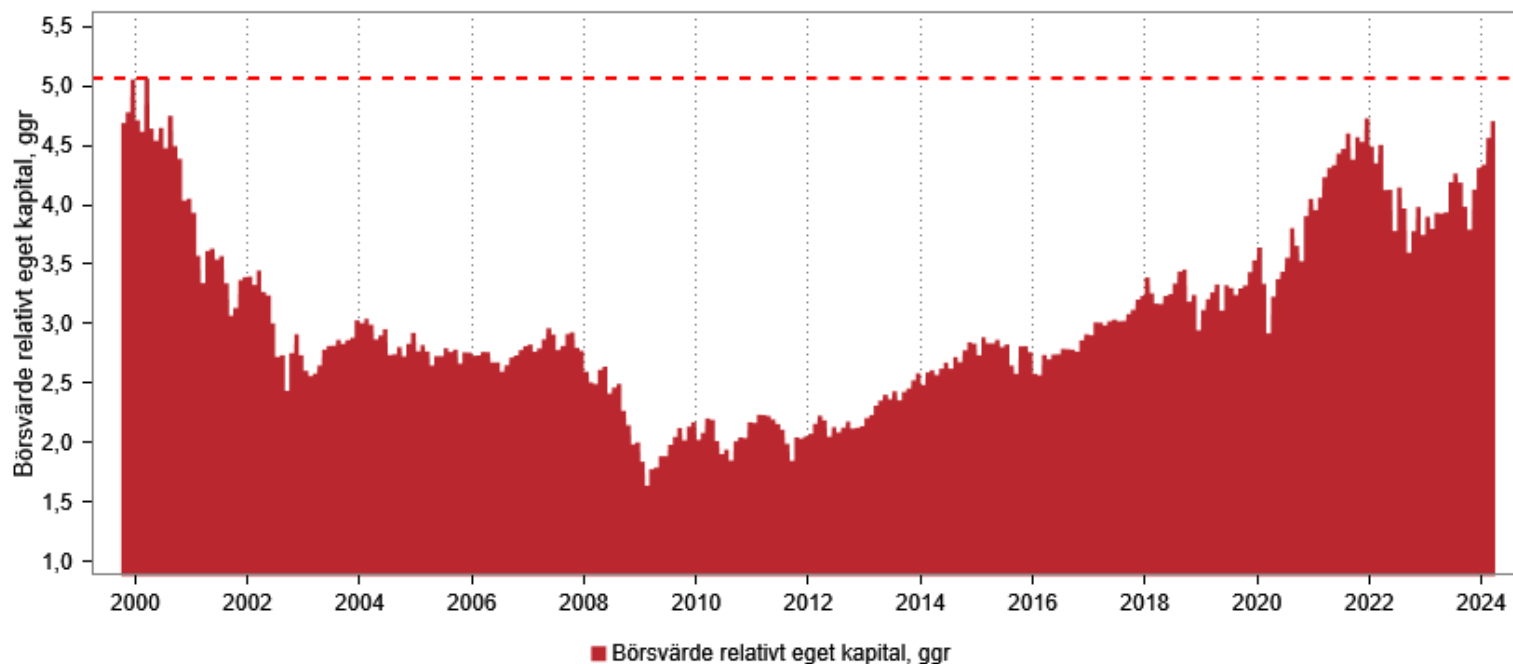
...och ett nytt förvärv, med nya frågor...

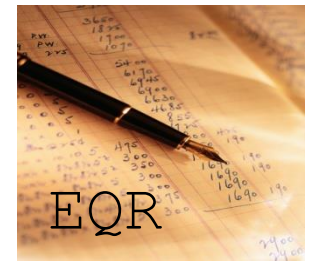
...och sedan en ny VD, som skriver ner ...

# IFRS 3 – goodwill, övriga immateriella S&P-bolagen värderade över eget kapital



S&P: Börsvärde relativt eget kapital



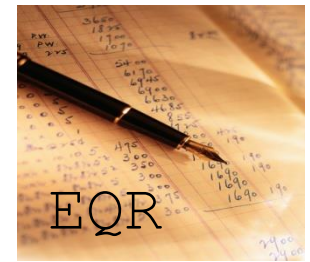


# FASTIGHETSVÄRDERING

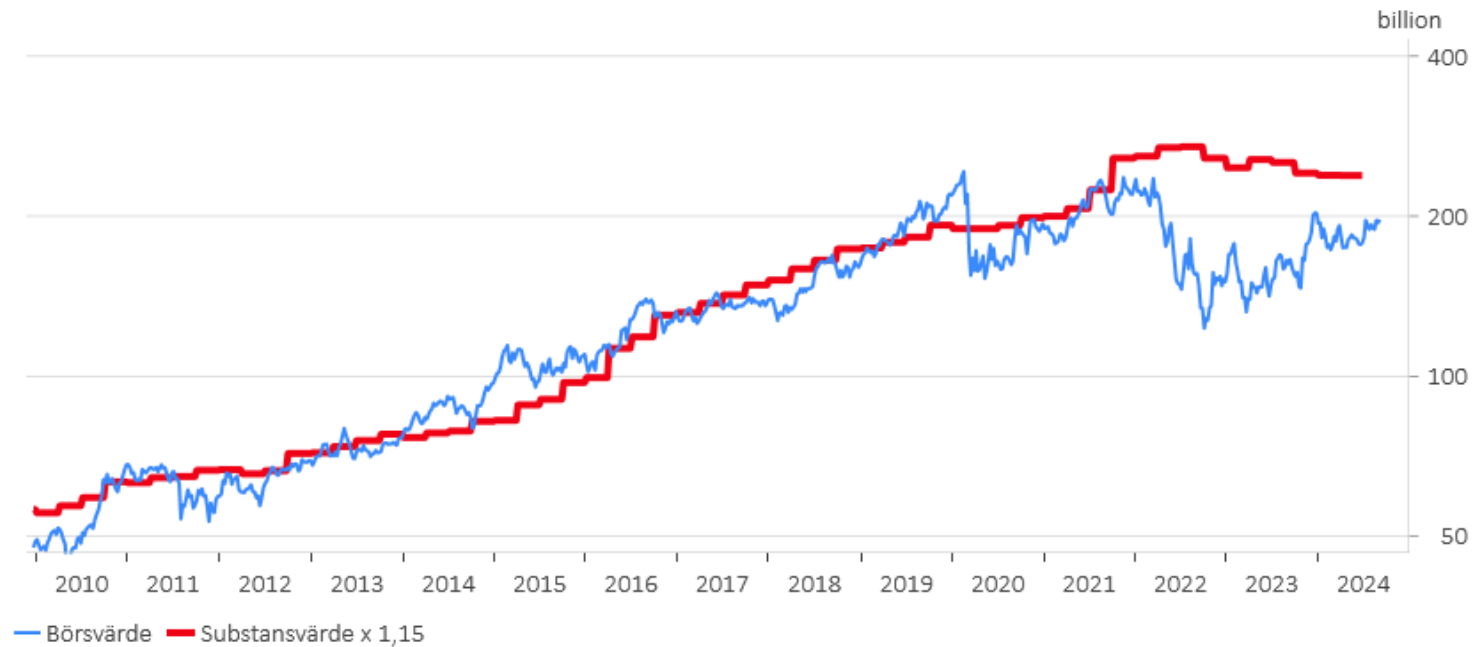
(IAS 40, IFRS 13)

# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

## Börsvärde och substansvärde (x1,15)



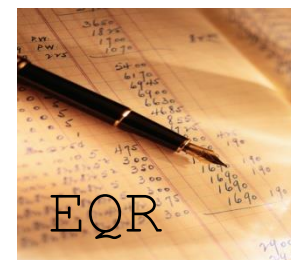
Fastigheter: Marknadsvärde i % av eget kapital (6 stora börsbolag)



MACROBOND

# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

## Redovisning och värdering



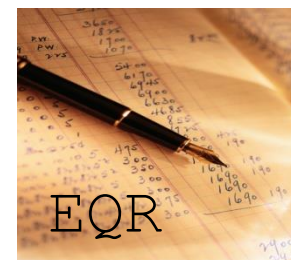
Fastigheter: Marknadsvärde i % av eget kapital (6 stora börsbolag)



MACROBOND

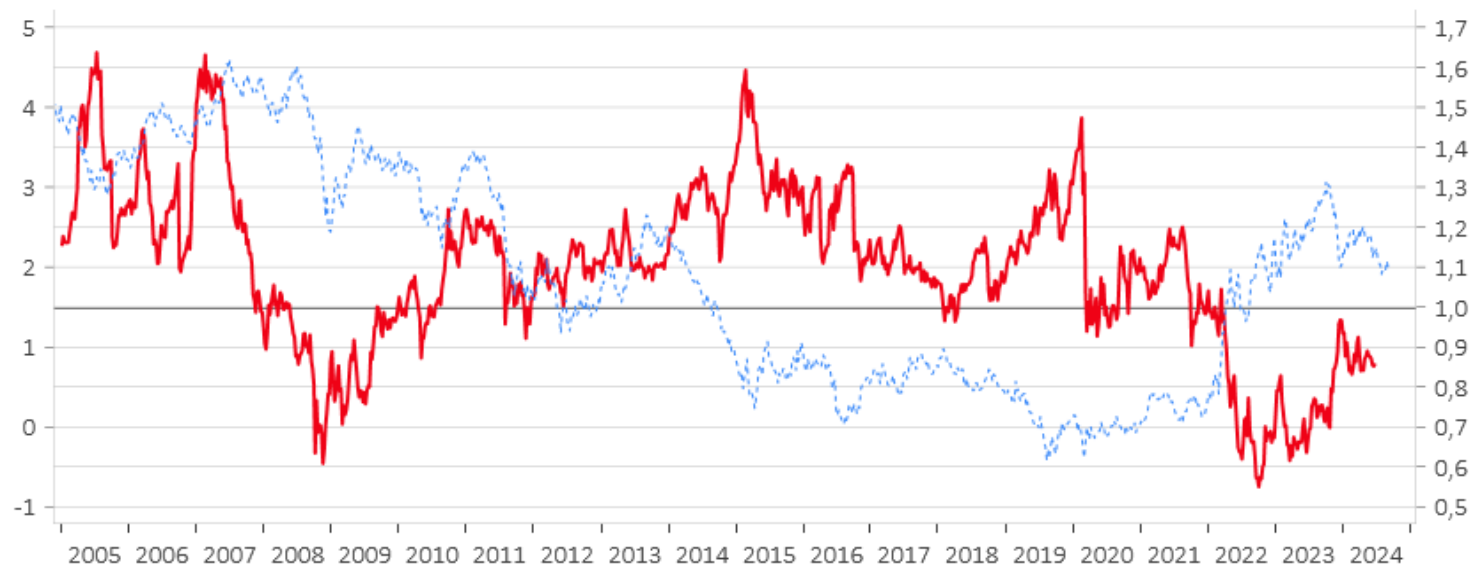
# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

## Redovisning och värdering



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

Percent

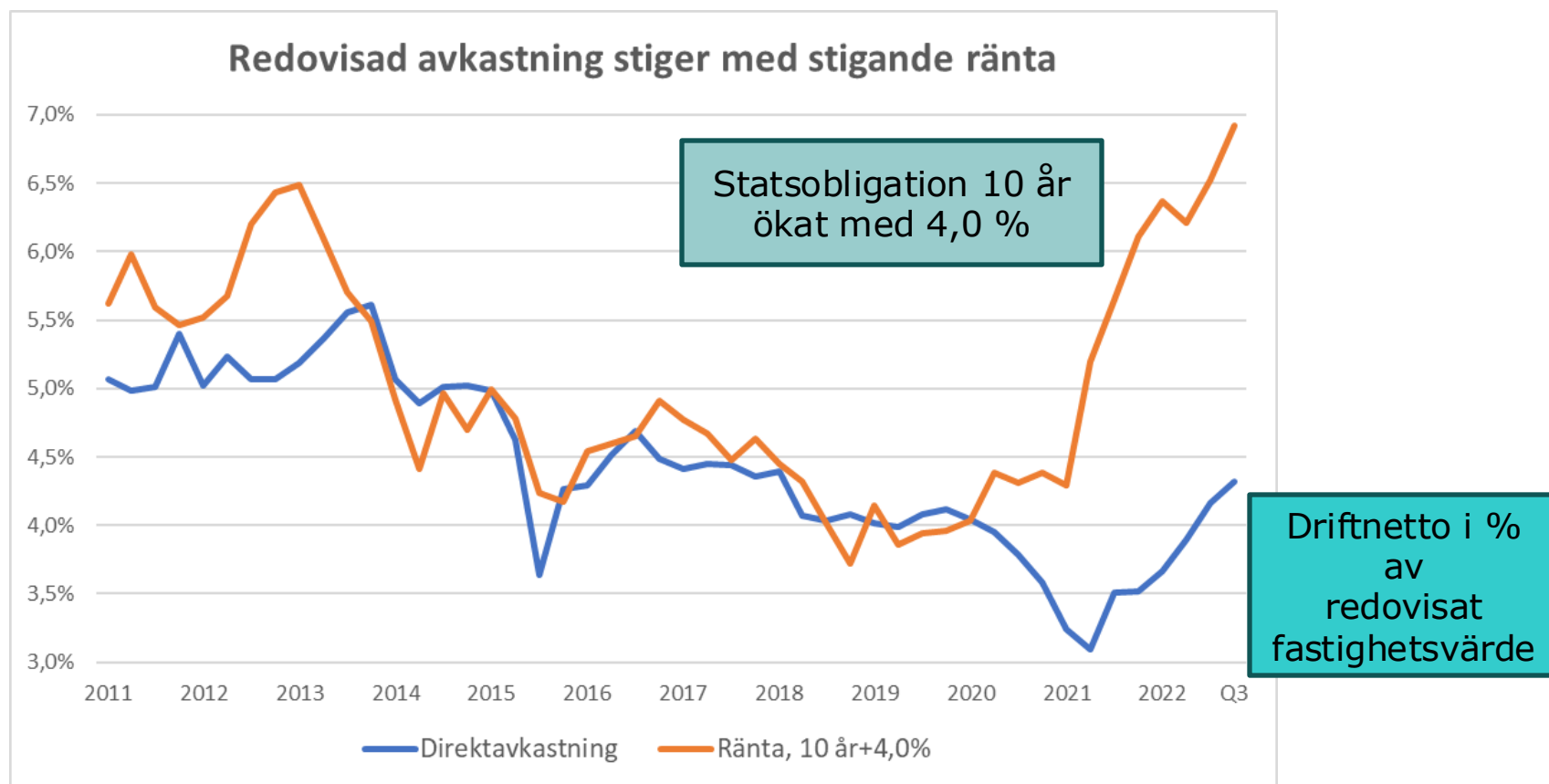
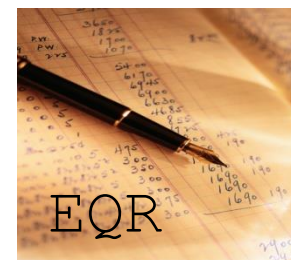


--- Bond 10 y, lhs — Substansvärde x 1,0, rhs

MACROBOND

# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

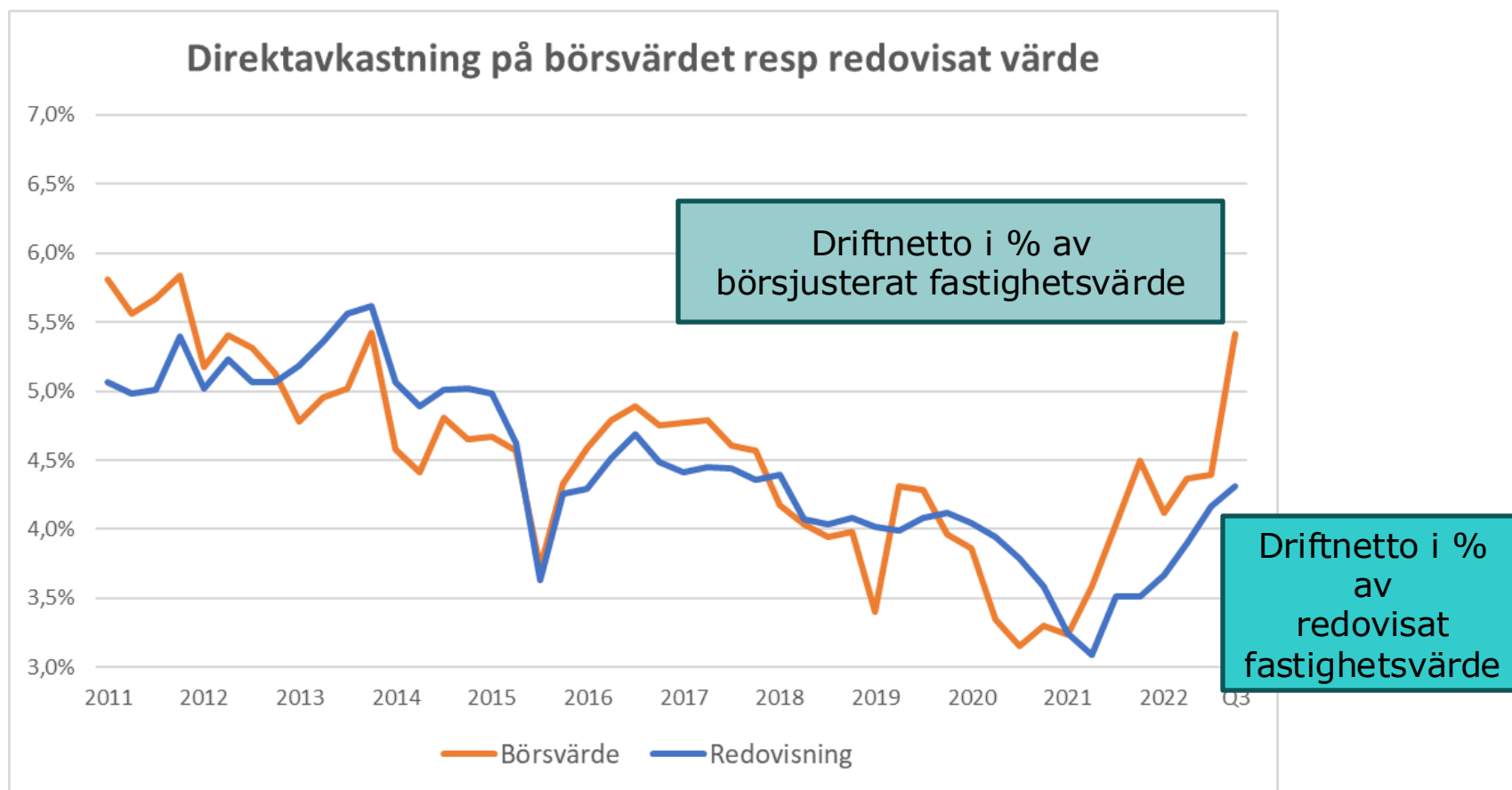
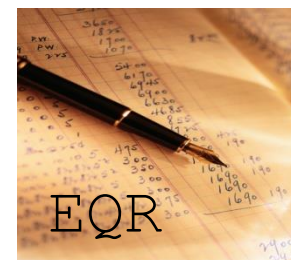
## Direktavkastning, riskfri ränta (23-Q3)



Median för 11 stora fastighetsbolag med lång historik

# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

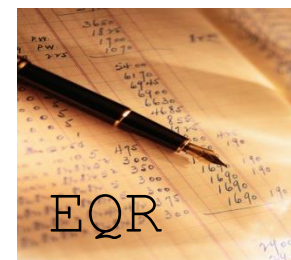
## Direktavk, justerad direktavk (23-Q3)



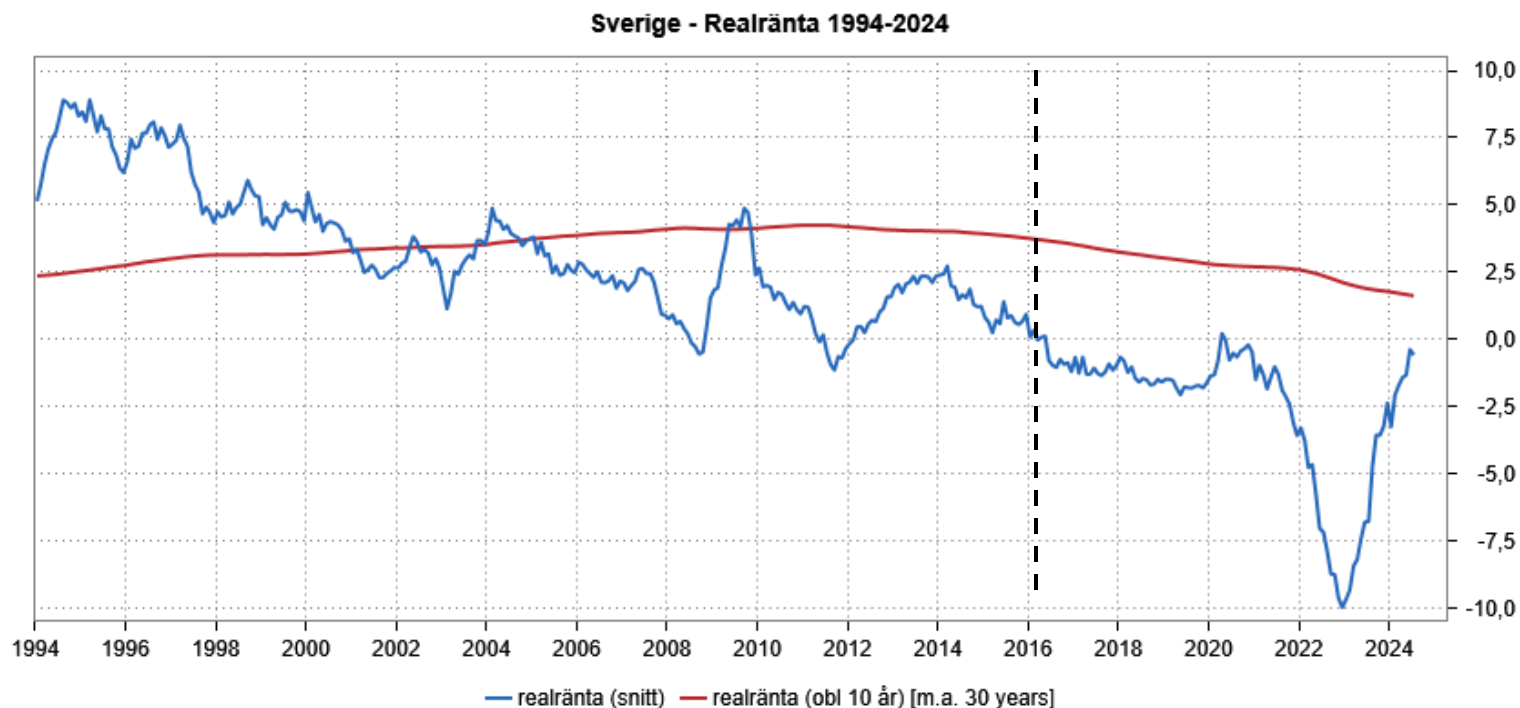


# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

## Realränta från 1994 (+ medel 30 år)

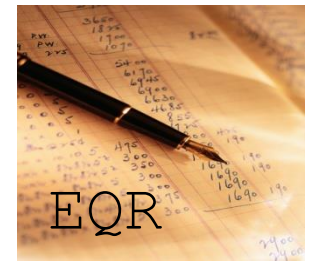


Perioden 2016-2024 innebär negativ realränta



# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

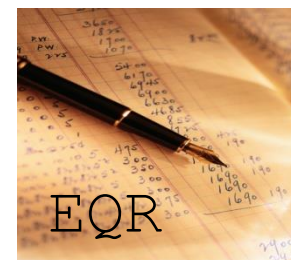
## Viktig information för placerare



- **Värderingstekniker (IFRS 13.93 d)**  
Normalt DCF-modell, med inslag av ortsprismetod
- **Indata som använts i värderingen (IFRS 13.93 d)**  
Hyresintäkter, vakansgrad, fastighetskostnader, driftsnetto
- **Avkastningskrav (IFRS 13.93 d)**  
Riskfri ränta, bolagets låneränta, evig tillväxtfaktor
- **Indelning av fastigheterna i klasser (IFRS 13.94)**
  - \* Kontor, bostäder, logistik, handel, samhällsfastigheter
  - \* Stockholm, Göteborg, universitetsstäder, residensstäder

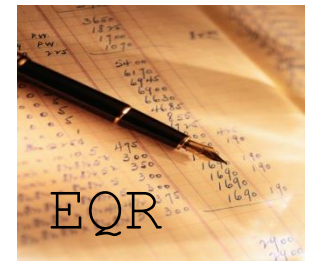
# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

## Viktig information för placerare



### Fastighetsbestånd 31 december 2023

Kategori	2023-12-31				januari–december 2023						
	Antal	Yta tkvm	Fastighetsvärde, mkr	D:o kr/kvm	Hyresvärde, mkr	D:o kr/kvm	Ekonomisk uthyrn.grad, %	Intäkter, mkr	Fastighetskostnader, mkr	D:o kr/kvm	Driftöverskott, mkr
<b>Kontor</b>											
Stockholm	55	699	30 720	43 919	2 015	2 881	89,9	1 772	406	581	1 366
Väst	78	475	13 540	28 532	955	2 012	90,9	867	225	475	642
Mitt	72	520	10 636	20 437	937	1 800	90,7	842	240	461	602
Mälardalen	33	410	10 226	24 959	819	1 999	92,6	751	196	479	554
Öresund	32	260	8 488	32 689	622	2 396	91,6	556	140	538	417
Danmark	14	143	4 952	34 684	379	2 656	90,5	373	100	700	273
Finland	18	203	6 693	32 938	739	3 639	89,3	649	248	1 219	401
<b>Summa Kontor</b>	<b>302</b>	<b>2 710</b>	<b>85 255</b>	<b>31 462</b>	<b>6 466</b>	<b>2 386</b>	<b>90,6</b>	<b>5 810</b>	<b>1 555</b>	<b>574</b>	<b>4 255</b>
<b>Samhällsfastigheter</b>											
Stockholm	7	126	4 684	37 106	291	2 310	97,4	280	51	403	230
Väst	19	146	2 893	19 882	232	1 594	96,4	222	49	337	172
Mitt	28	292	8 547	29 312	610	2 092	93,9	570	121	414	449
Mälardalen	7	37	974	26 283	71	1 920	98,7	69	11	312	58
Öresund	7	71	2 826	39 726	179	2 513	95,6	170	34	474	136
Danmark	1	12	636	52 065	38	3 153	93,3	37	6	521	31
<b>Summa Samhällsfastigheter</b>	<b>69</b>	<b>684</b>	<b>20 560</b>	<b>30 070</b>	<b>1 421</b>	<b>2 080</b>	<b>95,4</b>	<b>1 348</b>	<b>272</b>	<b>398</b>	<b>1 076</b>
<b>Lager/Lätt industri</b>											
Stockholm	35	208	3 956	19 062	289	1 394	91,2	263	53	254	211
Väst	89	610	8 278	13 580	630	1 035	95,1	582	133	218	450
Mitt	18	97	1 042	10 696	96	988	91,3	87	21	217	65
Mälardalen	27	310	3 379	10 889	362	1 167	94,9	343	116	373	227
Öresund	38	258	2 795	10 831	244	945	91,2	219	53	206	165
Danmark	1	17	150	8 631	14	827	94,2	13	4	256	9
Finland	1	—	81	—	9	—	87,5	8	1	—	7
<b>Summa Lager/Lätt industri</b>	<b>209</b>	<b>1 500</b>	<b>19 681</b>	<b>13 118</b>	<b>1 644</b>	<b>1 097</b>	<b>93,5</b>	<b>1 515</b>	<b>381</b>	<b>264</b>	<b>1 134</b>
<b>Handel</b>											
Stockholm	18	108	2 829	26 103	204	1 880	96,7	194	22	203	172
Väst	12	56	1 259	22 333	93	1 645	96,7	88	20	363	68
Mitt	18	105	1 652	15 785	156	1 492	94,2	144	33	311	112
Mälardalen	11	44	727	16 552	60	1 364	95,8	55	12	265	43
Öresund	17	72	1 372	19 045	125	1 736	95,6	115	25	354	89
<b>Summa Handel</b>	<b>76</b>	<b>385</b>	<b>7 839</b>	<b>20 342</b>	<b>638</b>	<b>1 655</b>	<b>95,8</b>	<b>596</b>	<b>112</b>	<b>291</b>	<b>484</b>
<b>Summa förvaltningsfastigheter</b>	<b>656</b>	<b>5 279</b>	<b>133 335</b>	<b>25 258</b>	<b>10 169</b>	<b>1 927</b>	<b>92,1</b>	<b>9 269</b>	<b>2 320</b>	<b>440</b>	<b>6 949</b>



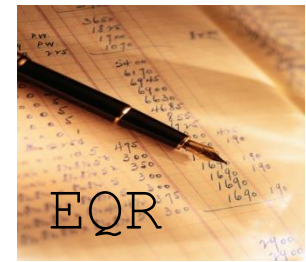
# FASTIGHETSVÄRDERING DAG-1 VINSTER

(IAS 40, IFRS 13, IFRS 3)

# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

## Dag 1-vinster

---



### Problem – fastighetsförvärv (IAS 40)

En fastighetsköpare förvärvar aktierna i ett fastighetsbolag (ej noterat, för då används normalt IFRS 3 och då uppstår inte problemet).

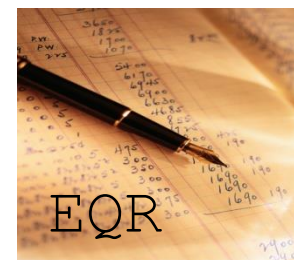
Säljaren vill sälja aktierna i fastighetsbolaget eftersom skatten på transaktionen blir nära noll.

Köparen får rabatt av säljaren (normalt kring 5 procent, beroende på fastighetens ålder) eftersom skattesituationen blir mindre förmånlig för köparen, än om fastigheten köptes direkt (lägre skattemässigt avskrivningsunderlag).

# IAS 40 – förvaltningsfastigheter

## Dag 1-vinster

---



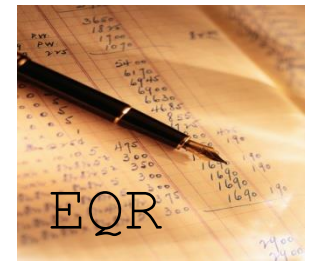
### Redovisning hos köparen

Redovisning (**initialt**) hos köparen: Fastigheten tas upp till den avtalade köpeskillingen (alltså minskad med rabatten).

Redovisning "**Dag 1**" hos köparen: Fastigheten tas upp till marknadsvärdet (alltså utan avdrag för rabatt). Rabatten blir en "Dag-1 vinst" som ingår i köparens omvärderingsresultat.

Ingen förklaring eller information lämnas kring förekomsten av Dag-1 vinster i de finansiella rapporterna.

Varför fortsätter inte fastigheten att redovisas fastigheten med avdrag för rabatten? Det troliga är ju att även köparen kommer att sälja aktierna när fastigheten någon gång avyttras och då själv tvingas lämna rabatt.



---

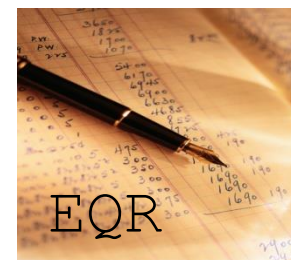
# AVVECKLADE VERKSAMHETER

(IFRS 5)

# IFRS 5 – avvecklade verksamheter

## Vad betyder informationen?

---

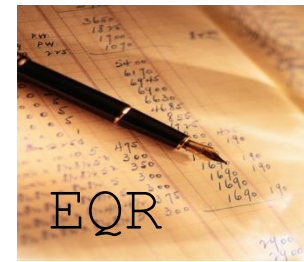


- Borde endast få användas på **segment**. Då går det att följa redovisningen bakåt, vilket skulle underlätta prognoser.
- Ger en **överskattning av tillväxten** när bolag både köps och säljs kontinuerligt.
- Ger felaktig information vid **utdelning** av verksamhetsgrenar.
- Är det tänkt att användas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



# IFRS 5 – avvecklade verksamheter

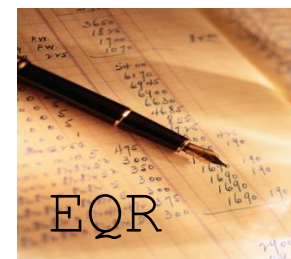
## Bolag X: Utdelad verksamhet



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
<b>EBITDA</b>		<b>3 648</b>	<b>3 385</b>
Avskrivningar		-1 137	-1 114
<b>Rörelseresultat</b>		<b>2 511</b>	<b>2 271</b>
Finansiella intäkter	E7	29	40
Finansiella kostnader	E7	-122	-124
<b>Resultat före skatt</b>		<b>2 418</b>	<b>2 187</b>
Skatter	B5	-544	-417
<b>Periodens resultat, kvarvarande verksamhet</b>		<b>1 874</b>	<b>1 770</b>
<b>Periodens resultat, avvecklad verksamhet</b>	<b>G1</b>	<b>140 281</b>	<b>4 242</b>
<b>Periodens resultat</b>		<b>142 155</b>	<b>6 012</b>

# IFRS 5 – avvecklade verksamheter

## Bolag X: Nedlagd verksamhet



Nettoomsättning	1	796,3	767,7
Kostnad för sålda varor		-542,3	-511,2
<b>BRUTTORESULTAT</b>		<b>254,0</b>	<b>256,5</b>
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
<b>RÖRELSERESULTAT</b>	1,2,3,4,5,6,7,9,10	<b>74,2</b>	<b>66,4</b>
<b>Finansnetto</b>			
Finansiella intäkter	11	8,7	5,6
Finansiella kostnader	11	-9,3	-16,0
<b>RESULTAT FÖRE SKATT</b>		<b>73,6</b>	<b>56,0</b>
Inkomstskatt	12	-12,2	-9,1
<b>ÅRETS RESULTAT, KVARVARANDE VERKSAMHET</b>		<b>61,4</b>	<b>46,9</b>
Årets resultat från avvecklad verksamhet		-17,2	-45,2
<b>ÅRETS RESULTAT, TOTAL VERKSAMHET</b>		<b>44,2</b>	<b>1,7</b>