

Södertörns Högskola  
Företagsekonomi C  
Kandidatuppsats Vt-2006  
Handledare: Curt Scheutz

2006-06-07

## **Företagsvärdering**

**Är det skillnad på val av värderingsmetod i olika  
branscher?**

Författare:  
Marcus Paldanius  
Caroline Sauma

## Innehållsförteckning:

<b>1. Inledning</b>	<b>1</b>
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problem	2
1.3 Syfte	2
1.4 Avgränsningar	2
<b>2. Metod</b>	<b>3</b>
2.1 Forskningsmetoder	3
2.2 Fundamental analys	3-4
2.3 Kvantitativ forskning	4-5
2.4 Semistrukturerad intervju	5
<b>3. Teori</b>	<b>6</b>
3.1 Jämförande värdering	6-7
3.2 Kassaflödesvärdering	7-8
3.2.1 CAPM	9-11
3.2.2 Restvärde	12-13
3.2.3 Den förväntade tillväxten	13-14
3.2.4 Prognosperiod	14
3.2.5 ROIC	14
3.2.6 NOPLAT	15
3.2.7 EBIT	15
3.2.8 Skattesats	15
3.2.9 Investeringsbehov	15
3.2.10 Rörelsekapital	15
3.3 Problem med kassaflödesvärdering	16
<b>4. Empiri</b>	<b>17</b>
4.1 Den värderingsmetod som används mest	17
4.2 Information som krävs vid värdering	17
4.3 Faktorer som påverkar företagets värde	17
4.4 Prognosperiodens längd	18
4.5 Diskonteringsräntan	18
4.6 Betavärdet	18
4.7 Värdering av ett företag	18
4.8 Betydelsen av resultatet	18
4.9 Riskpremien	19
4.10 Styrkor/svagheter med kassaflödesvärdering	19
4.11 Styrkor/svagheter med jämförande värdering	19
4.12 Skillnad på företagsvärdering i olika branscher	19-20
4.13 Viktigt att tänka på vid värdering	20
<b>5. Analys</b>	<b>21</b>
5.1 Boss Media företagspresentation	21
5.2 Boss Media kassaflödesvärdering	21-23
5.3 Boss Media jämförande värdering	24

5.4 Hufvudstaden företagspresentation	25
5.5 Hufvudstaden kassaflödesvärdering	25-28
5.6 Hufvudstaden jämförande värdering	28
<b>6. Resultat</b>	<b>29</b>
6.1 Boss Media	29
6.2 Hufvudstaden	29-30
<b>7. Diskussion/Slutsats</b>	<b>31</b>
<b>8. Källförteckning</b>	<b>32</b>
<b>9. Bilagor</b>	<b>33</b>
7.1 Intervju	33-36
7.2 Genomsnittliga variabler för branscherna	36

## **1. Inledning**

### **1.1 Bakgrund**

Det finns flera metoder att värdera ett företag, bl.a. kassaflödesvärdering och jämförelsevärdering. Dessa två värderingsmodeller är två av de vanligaste och mest använda metoder bland dagens finansanalytiker, därmed har vi valt att studera och analysera dessa.

Det kan vara svårt att hitta en korrekt värderingsmetod som passar ett företag, att veta vilken värderingsmetod man ska använda sig av. Värderingsmodellerna ger olika företagsvärden och aktievärden. Det är upp till finansanalytiker att värdera företagen på ett korrekt sätt och samtidigt komma fram till ett resultat som ger en positiv bild av företaget mestadels till företagets aktieägare.

Författarna vill forska om dessa två utvalda värderingsmetoder och ta reda på när de är bra att tillämpa i praktiken. Författarna vill analysera orsakerna till valet av värderingsmetoderna, om företagets bransch, storlek eller någon annat ligger till grund. Vi har valt att värdera två företag inom två olika branscher, Boss Media inom IT-branschen och Hufvudstaden inom fastighetsbranschen. Vi ska analysera fördelarna och nackdelarna med dessa två värderingsmetoder.

En akties värde beräknar man genom att dividera företagets värde med antalet aktier företaget har. Många aktier blir över- respektive undervärderade beroende på vilken metod finansanalytikerna har tillämpat och om de rätta variablerna har använts. Författarna har även funderat över hur mycket resultatet av en värdering egentligen betyder? Detta tänkte vi också diskutera.

Författarna har först tänkt att ge utförliga beskrivningar av jämförelsetalsvärdering och kassaflödesvärdering. Därefter ska vi med hjälp av den fakta vi funnit göra företagsvärderingar för Boss Media och Hufvudstaden med hjälp av de två modellerna. Till sist ska vi analysera och diskutera de två värderingsmodellerna.

## **1.2 Problem**

- Vilken modell lämpar sig bäst för företagsvärdering? Varför?
- Är det skillnad på företagsvärdering i olika branscher?
- Hur mycket betyder resultatet av en värdering?

## **1.3 Syfte**

Syftet med denna uppsats är att vi vill undersöka vilken värderingsmetod som är den mest rättvisande på företag från olika branscher.

## **1.4 Avgränsningar**

Vi tänkte undersöka två olika företag inom två branscher (IT och fastighetsbranschen) för att få en så varierande värdering som möjligt.

## **2. Metod**

### **2.1 Forskningsmetoder**

Vi kommer använda oss av en fundamental analys, vilket bygger på att man värderar företaget för att komma fram till en rimlig aktiekurs. Ett annat uttryck för vårt arbetssätt är kvantitativ forskning, där siffror är fokus för analysen. Jämförande värdering och kassaflödesanalys är de värderingar vi kommer fokusera oss på.

Årsredovisningar från Boss Media och Hufvudstaden har varit grunden för analysen. En semistrukturerad intervju hos Fischer Partners Fondkommission var det som fick värderingarna att klarna upp. Ytterligare intervjuer kändes inte nödvändigt i detta fall och vi kunde komplettera frågor via e-post om det behövdes. Intervjuer hos de båda företagen som värderingarna grundar sig på kändes inte heller nödvändigt, med tanke på att den information som behövs finns i årsredovisningarna och på internet.

Att bara ha en enda intervju som utgångspunkt till denna uppsats känns inte fel, p.g.a. att värderingsformen i sig är strukturerad på ett visst sätt och informationen som behövs är detsamma hos de flesta analytiker. Intervjusvarens uppriktighet och autenticitet kan dock ifrågasättas med bara en intervju som grundpelare. Hade en annan intervju skett hos en andra analytiker hade i princip samma svar kommit fram. I en enkät av Öhrlings PriceWaterhouseCoopers som finns hänvisad till i Företagsvärdering (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 68-69) så svarar 21 av 28 analytiker att de använder både kassaflödes – och jämförande värdering.

### **2.2 Fundamental analys**

Genom fundamental analys bestämmer man värdet på företaget eller aktien med hjälp av information om företaget och dess omvärld. Redovisningsinformation som företagens nuvarande vinst och förväntningar om framtida vinster är grundstenarna i denna värderingsform.

Den fundamentala analysen baseras på fyra huvudmoment: strategisk analys, redovisnings analys, finansiell analys och värdering. Dessa är förberedande arbete inför den egentliga

värderingen. De kan också sammanfattas i en prognostisering av företagets framtid i form av proformas (prognostiserade resultat – och balansräkningar).

- Strategisk analys = Genom denna analys vill man identifiera faktorer som vinstdrivare eller framgångsfaktorer, vilka påverkar företagets vinst. Man analyserar branschen företaget är verksamt i och vilka konkurrensfördelar man kan tänkas utnyttja gentemot andra företag. Riskerna som är förenade med företagets verksamhet är också av stor vikt att identifiera.

- Redovisningsanalys = Målet med denna analys är att bedöma ”kvalitén” på det redovisade resultatet. Huvudsyftet är att uppskatta till vilken grad som företagets redovisning faktiskt fångar dess underliggande verksamhet. En viktig del av denna metod är att justera poster i balansräkningen och resultaträkningen för eventuella fel.

- Finansiell analys = Med hjälp av finansiell information vill man utvärdera företagets historiska utveckling. Utöver detta så syftar analysen till att bedöma företagets framtida prestation, d.v.s. om det är möjligt att för företaget att behålla eller förbättra sin nuvarande lönsamhet. Kassaflödesanalysen och nyckeltalsanalysen är de två mest använda metoderna inom den finansiella analysen. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 20-23)

### **2.3 Kvantitativ forskning**

Den kvantitativa forskningen har en tendens att uppfatta siffror som den centrala analysenheten, till skillnad från kvalitativ forskning där man istället analyserar ord. (Denscombe, 2000, s 204)

I den kvantitativa forskningen så strävar man efter ett specifikt fokus, d.v.s. man fokuserar vissa specifika faktorer och att studera dem i förhållande till andra specifika faktorer. (Denscombe, 2000, s 206)

Innan analysen inleds så finns det redan en exakt utformning av forskningsdesignen, en fastställd experimentell metod. (Denscombe, 2000, s 207)

En fördel med kvantitativ analys är att tolkningar och resultat av kvantitativa data baseras på uppmätta kvantiteter och dessa kvantiteters autenticitet kan kontrolleras av andra. En nackdel är att man kan använda sig av falska förespeglingar, d.v.s. manipulera data för att få fram rimliga resultat. (Denscombe, 2000, s 240-241)

#### **2.4 Semistrukturerad intervju**

Vid en semistrukturerad intervju har intervjuaren en färdig lista med ämnen och frågor som ska behandlas. Själva poängen med denna intervjuform är dock att intervjuaren ska vara inställd på att vara flexibel när det gäller ämnenas ordningsföljd och att låta intervjupersonen i fråga utveckla sina idéer och vidga ämnet mer utförligt. Svaren är således öppna och betoningen ligger på den intervjuade som utvecklar sina synpunkter. (Denscombe, 2000, s 135)



### 3. Teori

#### 3.1 Jämförande värdering

Jämförande värdering är en förenklad metod för avkastningsvärdering. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 45) Vid denna typ av värdering baseras beräkningen av ett företags värde på marknadens bedömning av värdet på ett eller flera jämförbara företag. Värderingens grundstomme är prismultiplarna som t.ex. P/E – tal och P/B – tal. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 58) Värderingsformen är väl använd och populär av finansanalytiker världen över för sin enkelhet. Jämfört med kassaflödesanalyser behöver man inte använda årliga förutsagda parametrar såsom tillväxt, vinst och kapitalkostnader. (Palepu, Healy, Bernhard 2000, s 11-7) Ytterligare en fördel med dessa modeller relativt diskonteringsmodeller är att de bättre speglar marknadens uppfattning och stämning. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 61)

På ytan ser det relativt lätt ut att räkna med prismultiplar men det är inte så lätt att hitta jämförbara företag, p.g.a. att många företag håller till i flera branscher vilket gör det svårt att hitta representativa måttstockar. Därutöver har företag inom samma bransch olika strategier, tillväxt möjligheter och vinst, vilket försvårar själva jämförandet. Ett sätt att hantera dessa jämförande variabler är ta ett genomsnittsmått från alla företag i branschen. Från detta genomsnittsmått hoppas analytikerna att de icke jämförbara källorna ”försvinner” så att det företag som blir värderat jämförs med ett ”signifikativt” företag från branschen. (Palepu, Healy, Bernhard 2000, s 11-7)

Formel för jämförande värdering:

Uppskattat värde = Prismultipl \* Företagets jämförelsevariabel  
(Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 59)

De vanligaste prismultiplarna vid jämförande värdering:

P/E – talet = Företagets aktiekurs/ Företagets vinst per aktie

P/CF – talet = Företagets aktiekurs/ Kassaflödet per aktie

P/S – talet = Företagets aktiekurs/ Försäljningen per aktie

P/VB – talet = Företagets aktiekurs/ Egna kapitalets balansvärde per aktie

(Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 60)

### 3.2 Kassaflödesvärdering

Kassaflödesmodellen (Discounted Cash Flow model) är den vanligaste avkastningsvärdering. (Copeland 2000, s 131) Att värdera företag och aktier utifrån kassaflöden har blivit allt vanligare idag.

Kassaflödesmodellen består dels av kassaflöde som företagets rörelseverksamhet genererar, dels av hur stor del av detta kassaflöde som måste återinvesteras i verksamheten för att företaget i framtiden ska kunna generera nya kassaflöden. Det fria kassaflödet, dvs. pengarna som blir över, används till att betala aktieägarna, m.fl. som finansierar verksamheten. Därför är företagets investeringsbehov viktigt att analysera. (Holmström 1998, s 414)

Företagets kassaflöde kan ses som det maximala belopp som företaget kan överföra till sina aktieägare utan att för den skull avstå från framtida tillväxt. Det innebär att det är det belopp som finns kvar efter det att företaget fullgjort sina åtaganden samt genomfört nödvändiga investeringar.

Skattningen av företagets kassaflöde kan delas in i följande huvudmoment:

1. Utgå från företagets nuvarande vinst. Om syftet är att uppskatta aktievärdet (värdet på det egna kapitalet) utgår man vid beräkningen av kassaflödet från nettoresultatet. Om syftet är att uppskatta företagsvärdet (värdet på företaget som helhet) utgår beräkningen av kassaflödet från rörelseresultatet efter skatt (resultatet efter avskrivningar justerat för skatt) eller från nettoresultatet justerat för räntekostnad (räntekostnaden återförs). Man tar inte hänsyn till finansieringen av företaget när man bestämmer företagsvärdet enligt kassaflödesmodellen.
2. Beakta hur mycket företaget investerade för att skapa framtida tillväxt. Det är viktigt att skilja mellan investeringar som tas upp som anläggningstillgångar för att därefter skrivas av och investeringar som kostnadsförs direkt. Det är både anläggningstillgångar och investeringar i rörelsekapital som krävs för att säkerställa framtida tillväxt.

3. Beräkna fritt kassaflöde, antingen till företaget eller till aktieägarna beroende på om det är företagsvärdet eller aktievärdet som skall uppskattas. Om man skall uppskatta aktievärdet skall man även ta hänsyn till kassaflöden från företagets nettoupplåning, dvs. nya lån minus återbetalda lån. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 247-249)

Skillnaden mellan FKFF och FKFA är att det senare kassaflödesmåttet beaktar företagets kostnad för finansiering med främmande kapital. FKFA erhålls när man justerar FKFF för långfristiga lån och företagets räntekostnad. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 256)

### **Kassaflödesmodell till företaget**

Resultatet efter avskrivningar (EBIT)

- Betald skatt
- Investeringar
- + Försäljning av tillgångar
- + Avskrivningar
- ± Förändring av rörelsekapital
- = Kassaflödet till företaget

### **Kassaflödesmodell till aktieägarna**

Kassaflödet till företaget

- ± justering för räntebetalningar
- + amorteringar
- + nya lån

### **Kassaflödesmodell till långivarna**

- räntebetalningar
- + amorteringar
- + nya lån

(Damodaran, 1997, s 170, 172)

### 3.2.1 CAPM

CAPM, capital asset pricing model är en teoretisk modell som visar hur finansiella tillgångar prissätts när företaget är i jämvikt. CAPM är en av de risk- och avkastningsmodeller som kan användas för att beräkna avkastningskravet för ett företag. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 227) CAPM används ofta för att uppskatta kapitalkostnaden. (Palepu 2004, s 8-3)

#### CAPM formel

$$E(r) = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

där:

E (r): förväntad avkastning

R<sub>f</sub>: den riskfria räntan

β : betavärdet

R<sub>m</sub>: marknadsportföljens avkastning

#### Riskfria räntan

Den riskfria räntan är vanligtvis densamma som räntan på ett räntebärande statspapper med kort (statsskuldväxel) eller lång (statsobligation) löptid. Det mest teoretiskt korrekta är att använda en ränta på en nollkupongobligation vars löptid överensstämmer med exempelvis de utdelningar som skall diskonteras. Det innebär att man använder olika räntor för varje framtida utdelning. I praktiken antas den riskfria räntan vanligtvis vara konstant över tiden, och oftast används räntan på en 3 till 10-årig statsobligation. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 231)

#### Marknadens riskpremie

Riskpremien är en extra kompensation i avkastning som en investerare kräver för att investera i riskfyllda tillgångar. Riskpremien är alltid större än noll, ju högre risk desto högre premie. Aktieägarna kräver högre premie i och med att de tar en högre risk. Aktieägarna kan utebli från utdelningarna om företaget går dåligt, aktieägarna är även de som sist får betalt för sina fordringar. Långivarna har en säkrare avkastning i form av räntor som betalas ut oavsett om det går bra eller dåligt för företaget. Långivarna har även bättre möjligheter att få tillbaka sitt

satsade kapital på grund av säkerheter och bättre förmånsrätt vid konkurs. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 211, 231, 233-234)

Det finns tre metoder att skatta riskpremien:

1. Att tillfråga ett antal investerare om vilken riskpremie som de anser vara relevant, sedan räknar man ut genomsnittet och använder det som riskpremie.
2. Att beräkna utifrån historiska data, där den förväntade riskpremien är densamma som den historiska.
3. Riskpremien skattas utifrån dagens aktiekurser med en diskonteringsmodell. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 234)

### **Betavärdet**

Betavärdet är ett mått på risk och anger hur avkastningen på ett företags aktie varierar i förhållande till marknadsportföljens avkastning. Med marknadsportföljen avses i praktiken avkastning på ett marknadsindex, exempelvis affärsvärldens generalindex (AFGX) eller Stockholmsbörsens generalindex (SX). Betavärdet för marknadsportföljen är per definition lika med ett. Betavärdet för den riskfria räntan är lika med noll. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 228, 229)

$B = 1$  Investeringen har en genomsnittlig risknivå.

$B > 1$  Investeringen s risknivå är över genomsnittet.

$B < 1$  Investeringens risknivå är under genomsnittet.

$B = 0$  Investeringen är riskfri. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 229-230)

Faktorer som påverkar ett företags betavärde:

1. Typ av produkt eller tjänst som företaget säljer.
2. Rörelserisk.
3. Finansiell risk. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 230)

Betavärdet kan man få ut genom att använda sig av CAPM-modellen. (Palepu 2004, s 8-5)

### **WACC**

När man skall beräkna företagsvärdet eller rörelsens värde, vad företaget är värt i sin helhet, måste hänsyn tas till företagets genomsnittliga kapitalkostnad. I den genomsnittliga

kapitalkostnaden beaktas både aktieägarnas och långivarnas avkastningskrav, dvs. rörelsens avkastningskrav. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 239-240)

Företagets genomsnittliga kapitalkostnad är beroende av två faktorer:

1. Vilken typ av finansieringsform för verksamheten som företaget har valt, dvs. relationen mellan eget och främmande kapital.
2. Kostnaden för varje vald finansieringsform. (Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 240)

Företagets genomsnittliga kapitalkostnad beräknas som en sammanvägning av ersättningen till aktieägare och långgivare för finansieringen. Det är viktigt att man enbart tar med avkastningskrävande kapital i beräkningen. Det innebär att räntefria skulder inte skall inkluderas i skuldbeloppet. (Nilsson mfl, 2002, s 240)

Den genomsnittligt vägda kapitalkostnad kallas också för WACC-kostnad (weighted average cost of capital). WACC-kostnaden justeras för att reflektera företagets risknivå. (Holmström 1998, s 414)

### **WACC formel**

$$R_{wacc} = r_s (1 - t) (S / (S + E)) + r_e (E / (S + E))$$

där:

$r_{wacc}$ : genomsnittlig kapitalkostnad, dvs. det totala avkastningskravet som riktas mot företagets rörelse.

$R_s$ : kostnad för skulder (räntekostnad, långivarnas avkastningskrav)

t: skattesats

$r_s (1 - t)$ : räntekostnad efter skatt

$r_e$ : kostnad för eget kapital, dvs. aktieägarnas avkastningskrav

S: marknadsvärdet på skulder, dvs. marknadsvärde främmande kapital

E: marknadsvärdet på eget kapital

### 3.2.2 Restvärde

Restvärde eller slutvärde av kassaflödet återspeglar bolagets värde efter prognosperiodens utgång. (Holmström 1998, s 414)

Det finns två sätt att beräkna restvärdet. Det ena sättet är att man beräknar fria kassaflöden i evig tid med konstant tillväxt.

$$\text{Terminalvärde} = \frac{\text{FCF}_{T+1}}{\text{WACC} - g}$$

där:

$\text{FCF}_{T+1}$ : normal nivå av fria kassaflöden det första året efter prognosperioden

$$\text{Fria kassaflöden} = \text{NOPLAT} * (1 - \text{IR})$$

där:

IR: investeringsgraden eller återinvesterad NOPLAT i företaget varje år i procent

$$\text{IR} = \frac{g}{\text{ROIC}_1}$$

När man ska värdera med DCF modellen för värdering av företag rekommenderar Copeland m.fl. att man använder sig av det andra sättet, värdedrivarformeln, när man ska uppskatta ett terminalvärde.

$$\text{Terminalvärde} = \frac{\text{NOPLAT}_{T+1}(1 - g / \text{ROIC}_1)}{\text{WACC} - g}$$

där:

$\text{NOPLAT}_{T+1}$ : normal nivå av NOPLAT det första året efterprognosperioden

g: förväntad tillväxt av NOPLAT i evig tid

$\text{ROIC}_1$ : förväntad avkastning på nytt kapital

WACC: genomsnittlig kapitalkostnad

I den värdedrivande modellen är de viktigaste variablerna tillväxten, ROIC och WACC. Denna formel är baserad på att man prognostiserar kassaflöden i evig tid och diskonterar dem med WACC. Man gör följande antaganden:

- Företaget tjänar konstanta marginaler, behåller en konstant kapitalomsättning och tjänar en konstant avkastning på nuvarande investerat kapital.
- Företagets intäkter och NOPLAT ska växa med en konstant tillväxt och företagets investeringar lika mycket som sitt bruttokassaflöde i företaget varje år.
- Företaget tjänar en konstant avkastning på alla nya investeringar.

Det första sättet kan verka lättare att tillämpa i praktiken men så är det inte. Det vanligaste felet många analytiker gör felbedömningar vad gäller det fria kassaflödets storlek som ska vara jämt i förhållande till tillväxten. (Copeland, Koller, Murrin 2000, s 269-270)

### **3.2.3 Den förväntade tillväxten**

För att fånga upp den framtida tillväxten ingår en långsiktig tillväxtfaktor i beräkningen som dras ifrån WACC-kostnaden. (Holmström 1998, s 414)

Tillväxt innebär en ökning över tiden. För att dra riktiga resultat om tillväxten krävs resultat från minst fem år. Lönsamhetsanalys kan ge underlag för olika mått på tillväxt, t.ex. räntabilitet och vinst. Andra sätt att mäta tillväxt är vinsten per aktie, ökning av omsättningen per anställd, etc.

En ökning av företagets nettoomsättning, dvs. nettoförsäljningen kan även vara ett mått på tillväxt. T.ex. om omsättningen har ökat kan det innebära att antalet anställda har ökat. (Holmström 1998, s 366)

Längden på perioden med hög tillväxt

- Storleken på företaget. Framgång gör företagen större. Ju större företaget är desto svårare är det att behålla den höga tillväxten.
- Nuvarande tillväxtgrad. Fastän tidigare tillväxt inte alltid är en pålitlig faktor på framtida tillväxt, är det en korrelation mellan nuvarande tillväxt och framtida tillväxt.



Om man jämför två företag, ena företaget har en tillväxttakt på 40 % och den andra en tillväxttakt på 14 %. Företaget med en tillväxttakt på 40 % har troligen högre tillväxt och längre förväntad tillväxtperiod per år.

- Hinder att komma in på en marknad och utmärkande marknadsfördelar. (Damodaran 1997, s 623)

### **Kassaflödestillväxtmodellen**

$$V_a = \text{FKFA}_1 / r_e - g$$

där:

$V_a$ : aktiens värde i dag (aktievärdet)

$\text{FKFA}_1$ : förväntat FKFA per aktie nästa år

$R_e$ : aktieägarnas avkastningskrav

$G$ : årlig tillväxttakt i FKFA

(Nilsson, Isaksson, Martikainen 2002, s 275)

### **3.2.4 Prognosperiod**

Prognosperioden är vanligen tre till sju år. Det sista prognosåret bör utgöra ett normalår som reflekterar hur resultatet- och balansräkning samt investeringsnivån förväntas utvecklas åren efter prognosperioden. (Holmström, 1998, s 414)

### **3.2.5 ROIC**

ROIC ( return on invested capital) är ett mått på avkastningen på investerat kapital.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Investerat kapital}}$$

där:

NOPLAT (net operating profits less adjusted taxes): netto resultatet minus skatt

Investerat kapital: rörelsekapital + netto egendom, fabriksanläggning och inventarier + andra tillgångar (Copeland, Koller, Murrin 2000, s 137)

### 3.2.6 NOPLAT

NOPLAT (net operating profit less adjusted taxes) är företagets resultat minus skatt. Den är viktig för att den används för att beräkna ROIC.

$$\text{NOPLAT} = \text{EBIT} (1 - T_c)$$

(Copeland, Weston, Shastri 2005, s 510-511)

### 3.2.7 EBIT

EBIT (earnings before interest and taxes) är resultatet efter avskrivning. (Copeland, Weston, Shastri 2005, s 37)

### 3.2.8 Skattsats

I Sverige är skattesatsen (tax rate) för företag konstant, den är 28 procent. (Hufvudstadens årsredovisning 2004, s 59)

### 3.2.9 Investeringsbehov

Ett företagsinvesteringsbehov (reinvestment needs) består av två faktorer:

- Netto investeringar i anläggningstillgångar (net capital expenditures); dvs. skillnaden mellan capital expenditures och avskrivningar; och
- Likvida medel som binds upp för rörelsekapitalet (Damodaran 1997, s 554, 635-636).

### 3.2.10 Rörelsekapital

Rörelsekapital (working capital) är skillnaden mellan omsättningstillgångar och kortfristiga skulder. Ur ett kassaflödeperspektiv är rörelsekapital skillnaden mellan omsättningstillgångar minus kassan och kortfristiga skulder minus korta skulder. Varje ökning i rörelsekapitalet kommer därför att minska kassaflödet under perioden och vice versa. (Damodaran 1997, s 206-207)

### **3.3 Problem med kassaflödesvärdering**

Harvard Law Review påstår att kassaflödesvärderingen inkorrekt värderar företag med skiftande kapitalstruktur och nöter bort värderingens hjälpande variabler p.g.a. den osäkra medföddheten i värderingen. (Harvard Law Review s 2100, Vol. 111, Nr. 7, 1998)

Om kapitalstrukturen fluktuerar över tiden är en enkel WACC felaktig att representera kapitalkostnaden. (Harvard Law Review s 2106, Vol. 111, Nr. 7, 1998)

Problemet med kassaflödesvärderingen är att WACCen undervärderas vilket genomgående kommer att övervärdera minoritets aktieposterna. För att komma till rätta med problemet bör man ändra diskonteringsräntan från år till år i modellen. Men detta orkar inte experter med att göra och det resulterar i att analytiker för de med minoritets poster använder sig av en låg diskonteringsränta för att få fram ett högt aktie värde, och de analytiker för det förvärvande företaget använder en hög diskonteringsränta för att få fram ett lågt aktie värde.

Ett andra problem med kassaflödesvärderingen är att det blir stora variationer i resultat. Som föreslagit av kassaflödesvärderingen kan stora variationer uppstå antingen från skillnader i framtida kassaflöden eller från skillnader i användandet av olika diskonteringsränta. (Harvard Law Review s 2107, Vol. 111, Nr. 7, 1998)

## **4. Empiri**

I denna uppsats har vi intervjuat finansanalytikern Ola Asplund på Fischer Partners Fondkommission AB. Här nedan har vi sammanställt den information vi erhållit från vår intervju. Sammanställningen reflekterar Ola Asplunds uppfattning och de antaganden som görs vid jämförelsetalsvärdering och kassaflödesvärdering, dessa baseras på hans yrkeserfarenhet.

### **4.1 Den värderingsmetod som används mest**

Beroende på syftet med analysen och vilken bransch företaget tillhör används olika värderingsmetoder. Analytiker använder sig mest av kassaflödesvärdering för att få fram ett aktievärde då man ska göra en absolut värdering. Vid en relativ värdering är det lättare att jämföra bransch företag med varandra genom att titta på t.ex. P/E – tal, substansvärdes beräkningar och värdering av kapital.

### **4.2 Information som krävs vid värdering**

Vid kassaflödesvärdering lägger analytiker fram prognoser för framtiden. För att göra en bra analys måste analytiker ha kunskaper om företaget och branschen. Analytiker har daglig kontakt med flera människor inom organisationen som de värderar och detta kan pågå under en tio års period. Man strävar efter att få en kontinuitet med bevakningen av företaget för att få den värdefulla insikten i förutsättningarna för företaget i branschen.

Den grundläggande informationen som behövs är omsättningstillväxt, marginalutveckling, kapitalstruktur, marknadsfaktorer såsom riskfri ränta, riskpremien och aktiespecifika faktorer såsom betavärde.

### **4.3 Faktorer som påverkar företagets värde**

Tillväxten i industrin, tillväxten i omsättningen, lönsamheten i företaget, kapitalstruktur, volatiliteten; d.v.s. om det är väldigt slagiga vinster eller kassaflöden blir värdet på de mycket mindre eftersom risken då är större, dessa är de viktigaste faktorerna som påverkar företagets värde.

#### **4.4 Prognosperiodens längd**

Uppskattningen av prognosperiodens längd är olika beroende på vilket företag och bransch man värderar. Om det är en bransch som troligen kommer att växa kraftigt de kommande tio åren så är det explicit prognoshorisont för de tio åren. År elva blir då bas året för framtiden. För en mogen industri växer den ungefär lika mycket för varje år, då behöver man inte ha en så lång explicit prognoshorisont. Det räcker då med en prognos för 2 till 3 år.

#### **4.5 Diskonteringsräntan**

För att bestämma diskonteringsräntan använder analytiker sig av CAPM. Man använder sig av en marknadsanpassad metodik för att få fram diskonteringsräntan innehållande riskfri ränta och riskpremie. Dessutom företags specifika faktorer i form av betavärde som mer eller mindre påverkar marknads avkastningskrav i snitt.

#### **4.6 Betavärdet**

Analytikerna tittar dels på historiska kurs rörelser jämfört med marknaden som helhet. Utöver detta så tittar de på rörelsens intjänings volatilitet i form av rörelseresultat (kassaflöde). Genom att bara titta på historiska kurs rörelser är det inte säkert att man fångar upp risken i aktien och då använder sig man också volatiliteten.

#### **4.7 Värdering av ett företag**

Analytikerna värderar företagen varje dag men hur ofta man ska uppdatera prognoserna varierar från fall till fall. Men aldrig mer sällan än en gång per kvartal bör man uppdatera prognoserna i samband med kvartalsrapporterna. Oftast så uppdaterar man prognoserna 2 till 3 gånger per kvartal.

#### **4.8 Betydelsen av resultatet**

Betydelsen av en värdering beror på vilken bransch man befinner sig i. Inom t.ex. fastighetsbranschen så tittar man på marknadsvärdet och fastighetsbeståndet mer än på själva resultatet av värderingen. Värderar man ett rörelsedrivande företag såsom Ericsson och SCA så betyder värderingen mycket. Enligt Fisher Partners är resultatet viktigt, att det är så man utgår ifrån en värdering.

#### **4.9 Riskpremien**

När man ska fastställa riskpremien tittar man på den riskfria räntan. Man utgår ifrån en svensk ränta om det är en aktie som handlats på stockholmsbörsen. Vid en kassaflödesanalys tar man en lång ränta som sträcker sig över en 10 års period, t.ex. statsobligationsräntan. Man bedömer riskpremien några gånger per år och i nuläget bedöms den på 5 %. För ett år sen var riskpremien ca 7% och nedgången beror delvis på den goda börsutveckling som har skett sen dess, vilket leder till att markanden är villig att ta en större risk i nuläget med en lägre ränta.

#### **4.10 Styrkor/svagheter med kassaflödesvärdering**

Styrkor = Att det är det rätta sättet att värdera en aktie på, det intellektuellt sätt bästa sättet att få fram ett värde på.

Svagheter = Att den tar väldigt lång tid att utföra. Du måste också ha specifika kunskaper om bolaget och branschen som du ska värdera. Den är känslig för förändringar i antaganden, t.ex. om man sänker långsiktig förväntad tillväxt från 4 % till 3 %, räntan stiger några tiondelar eller om man sänker antaganden rörande marginalen i framtiden från 10 % till 9 % så slår det väldigt hårt på värdet utav företaget.

#### **4.11 Styrkor/svagheter med jämförande värdering**

Styrkor = Att det går snabbt att göra t.ex. en P/E tals jämförelse. Det går snabbt att få fram vinstprognoser under de närmaste åren och en översiktlig bild av företaget.

Svagheter = Även om det går snabbt att göra och förefaller vara väl gjort, så implicit gör man samma antaganden som en kassaflödesvärdering. Det är inte säkert att det man kommer fram till är värt något. Jämför man P/E – talet mellan två bolag om årets vinst som säger att den ena aktien är 30 % dyrare än den andra, men samtidigt gör man antagandet att bolagen ska ha exakt samma tillväxt i omsättning och rörelsmarginalsutveckling i framtiden, vilket då kan vara fel.

#### **4.12 Skillnad på företagsvärdering i olika branscher**

Det är stor skillnad beroende på vilken sektor man vill värdera. Inom fastighetsbranschen är kassaflödesanalysen inte den kanske mest rättvisande värderingen att använda. Beroende på att kassaflöde uppstår om man säljer en fastighet och om något annat bolag behåller sina fastigheter blir det stor skillnad på kassaflödena mellan bolagen. Det ena bolaget blir inte

mera värt tack vare det positiva kassaflödet. Substansvärdeberäkning är då mer lämplig utifrån marknadsvärdet på innehavet av fastigheter.

#### **4.13 Viktigt att tänka på vid värdering**

Omsättningstillväxt, förändring i vinsttillväxt och rörelsemarginaler, kapitalstrukturen, att bolaget kan lösa upp stora delar av rörelsekapitalet i form av kundfordringar och leverantörsskulder. Det är viktigt att veta att man kan förändra dessa faktorer.

## 5. Analys

### 5.1 Boss Media företagspresentation

Boss Media är ett It-bolag som tillverkar och marknadsför system för digitalt distribuerad spelunderhållning. Bolaget är världsledande producent av systemlösningar för distributionskanaler som personatorer, mobiltelefoner, interaktiva videoterminaler, digital-TV och PDA:s. Kasino, poker, lotterier, bingo, vadslagning, nummerspel, skicklighetsspel i kombination eller var och för sig, dessa är några av de spel som Boss Media har att erbjuda. Bolaget grundades 1996 och har sitt säte i Växjö, Sverige. Den nuvarande VD:n och styrelseordförande är Johan Berg

Den 24 juni 1999 introducerades de på Stockholmsbörsen.

Boss Media har idag en omsättning på ca 246 miljoner kronor och ca 206 anställda.

### 5.2 Boss Media kassaflödesvärdering

Kassaflödesmodell till företaget

Resultatet efter avskrivningar (EBIT)

- Betald skatt 10 464 000
- Investeringar 164 516 000
- + Försäljning av tillgångar 196 874 000
- + Avskrivningar 6 864 000
- ± Förändring av rörelsekapital – 73 500 000
- = Kassaflödet till företaget – 44 742

Beräknad tillväxt:

Genomsnittlig tillväxttakt:

$$g = \text{ROE} * b$$

$$b = 1 - (\text{Div}/\text{EPS})$$

$$\text{ROE} = 27,9 + 23,4 - 2,7 + 3,8 + 43,4/5 = 19,16 \%$$

$$\text{Div} = 0+0+0+0+0,4/5 = 0,08 \text{ kr}$$

$$\text{EPS} = 1+0,6-0,1+0,1+0,9/5 = 0,5 \text{ kr}$$

$$0,08 / 0,5 = -1$$

$$B = 0,84 = 84 \%$$

$$0,1916 * 0,84 = g = 16,1 \% = \text{utdelningarnas tillväxttakt}$$



Risikfri ränta:

Svensk statsobligation 10-års löptid. Ränta den 13 april 2006: 3,86 %

Marknadens riskpremie:

Bedöms i nuläget vara 5 % enligt våran intervju med analytikern.

Betavärde:

Beräknar vi genom att jämföra Stockholmsbörsens OMXSPI index med Boss Medias kursutveckling för de senaste fem åren.

OMXSPI Index

2002-01: - 13,9 %

2003-01: - 43 %

2004-01: - 18,9 %

2005-01: - 10 %

2006-01: 20,7 %

= - 65,1 %

Boss Media:

2002-01: - 64,1 %

2003-01: - 88,8 %

2004-01: - 23,3 %

2005-01: - 23,9 %

2006-01: - 27,9 %

= - 228 %

- 228 / - 65,1 = **3,5**

CAPM ( $R_s$ )  $R_f + R_m * \beta$

3,86 + 5 \* 3,5 = **21,36 %**

$R_{wacc} = R_s * (1 - t) * S / (S + E) + R_e * E / (S + E)$

Skatt: 28 %

$R_s = 2,1 %$

$R_e = 21,36 %$

S = 30,2 %

136 204 000

E = 69,8 %

58 954 000

$$0,021 * (1-0,28) * 0,302 + 0,2136 * 0,698 = \mathbf{15,4 \%}$$

Diskonterat fritt kassaflöde under prognosperioden

$$\text{Diskonterat FKFF}_{2006} = - 44\,742\,000$$

$$g = 16,1 \%$$

$$\text{WACC} = 15,4 \%$$

$$\text{DFKFF}_{2007} = - 44\,742 * 1,161 / 1,154^1 = - 45\,013$$

$$\text{DFKFF}_{2008} = - 51\,946 * 1,161 / 1,154^2 = - 45\,287$$

$$\text{DFKFF}_{2009} = - 60\,309 * 1,161 / 1,154^3 = - 45\,561$$

$$\text{DFKFF}_{2010} = - 70\,019 * 1,161 / 1,154^4 = - 45\,838$$

$$\text{Summa:} \quad - 181\,699$$

Terminalvärde

$$\text{FKFF}_{t+1} = \text{FKFF}_{2010} * \text{evig tillväxt}$$

Evig tillväxt hämtat från Sveriges genomsnittliga BNP tillväxt mellan 1997-2004, d.v.s. 2,6 % (nutek.se)

$$- 81\,292 * 1,026 = - 83\,406$$

Diskonterat fritt kassaflöde efter prognosperioden

$$\text{FKFF}_{t+1} / \text{WACC} - g = -83\,406 / 0,154 - 0,026 = - 651\,609$$

Värdet per aktie

$$\text{Prognosperiodens värde} \quad - 181\,699\,000$$

$$\text{Terminalvärde} \quad - 651\,609\,000$$

$$\text{Summa skulder} \quad - 61\,518\,000$$

$$\text{Summa tillgångar} \quad + 184\,775\,000$$

$$\text{Totala värdet på företaget} = - 710\,051\,000$$

$$\text{Antal utestående aktier: } 55\,924\,000$$

$$\text{Värde per aktie: } - \mathbf{12,7 \text{ kr}}$$

### 5.3 Boss Media jämförande värdering

Boss Media programvarubranschen P/E genomsnitt: 40,2 (Från bilaga s.36)

Årets resultat 55 500 000 \* 40,2 = 223 110 000 0

2231 100 000 / antalet aktier 55 924 000 = **39,9 kr / aktie**

Boss Media programvarubranschen P/S genomsnitt: 3,2 (Från bilaga s.36)

Nettoomsättning 213 000 000 \* 3,2 = 681 600 000

681 600 000 / 55 924 000 = **12,2 kr / aktie**

Boss Media programvarubranschen Kurs/JEK genomsnitt: 4,9 (Från bilaga s.36)

Summa eget kapital 222 893 000 \* 4,9 = 1092 175 700

1092 175 700 / 55 924 000 = **19,5 kr / aktie**

#### 5.4 Hufvudstaden företagspresentation

Hufvudstaden är ett fastighetsaktiebolag som bildades 1915 av bland andra Ivar Kreuger. Bolaget expanderade snabbt och 1919 ägde de 40 fastigheter i 37 dotterbolag. Av dessa fastigheter finns det idag åtta kvar. Verksamheten är indelad i fyra affärsområden: Stockholm Östra City, Stockholm Västra City, NK och Göteborg. Det största affärsområdet är Norrmalmstorg. Hufvudstaden har tre stödfunktioner: ekonomi, finans och fastighetsutveckling. Förvaltningen av fastigheterna sker med Hufvudstadens egen personal. 1938 bör noterades bolaget på Stockholms fondbörs. Hufvudstadens affärsidé är att i egna fastigheter i centrala Stockholm och centrala Göteborg erbjuda framgångsrika företag högkvalitativa butiks- och kontorslokaler på attraktiva marknadsplatser. Verkställande direktör är Ivo Stopner. Hufvudstadens nettoomsättning uppgick år 2004 till 1 273 miljoner kronor och bolaget har ca 122 anställda.

#### 5.5 Hufvudstaden kassaflödesvärdering

Kassaflödesmodell till företaget

Resultatet efter avskrivningar (EBIT)

- Betald skatt -34,4
- Investeringar -198
- + Försäljning av tillgångar 717,7
- + Avskrivningar 35,7
- ± Förändring av rörelsekapital -115,1
- = Kassaflödet till företaget 405,9

Beräknad tillväxt:

Genomsnittlig tillväxttakt:

$$g = ROE * b$$

$$b = 1 - (\text{Div}/\text{EPS})$$

$$ROE = 13,3 + 7,7 + 7,1 + 10,7 + 9,6 / 5 = 9,68 \%$$

$$\text{Div} = 1,3 + 1,2 + 1,1 + 1,0 + 0,85 / 5 = 1,09 \%$$

$$\text{EPS} = 3,22 + 1,78 + 1,60 + 2,29 + 1,96 / 5 = 2,17 \%$$

$$1,09 / 2,17 = 0,5023$$

$$b = 0,4977$$

$$0,0968 * 0,4977 = g = 4,82 \% = \text{utdelningarnas tillväxttakt}$$

Riskfri ränta:

Svensk statsobligation 10-års löptid. Ränta den 13 april 2006: 3,86 %

Marknadens riskpremie:

Bedöms i nuläget vara 5 % enligt våran intervju med analytikern.

Betavärde:

Beräknar vi genom att jämföra Stockholmsbörsens OMXSPI index med Hufvudstadens A-aktie kursutveckling för de senaste fem åren.

OMXSPI Index

2002-01: - 13,9 %

2003-01: - 43 %

2004-01: - 18,9 %

2005-01: - 10 %

2006-01: 20,7 %

= - 65,1 %

HUVF-A

2002-01: - 4,2 %

2003-01: - 7,4 %

2004-01: 24,6 %

2005-01: 68,4 %

2006-01: 98,2 %

= 179,6 %

179,6 / - 65,1

179,6 \* 2 / 179,6 - 65,1 = 3,14

**$\beta = 3,14$**

CAPM (Rs)  $R_f + R_m * \beta$

3,86 + 5 \* 3,14 = **19,56 %**

$R_{wacc} = R_s * (1 - t) * S / (S + E) + R_e * E / (S + E)$

Skatt: 28 %

$R_s = 4,2 \%$   
 $R_e = 19,56$   
 $S = 53,82 \%$                       5403 100 000  
 $E = 46,18 \%$                       4636 600 000

$$0,042 * (1-0,28) * 0,5382 + 0,1956 * 0,4618 = \mathbf{10,66 \%}$$

Diskonterat fritt kassaflöde under prognosperioden

$$\text{Diskonterat FKFF}_{2006} = 405\,900\,000$$

$$g = 4,82 \%$$

$$\text{WACC} = 10,66 \%$$

$$\text{DFKFF}_{2007} = 405\,900 * 1,0482 / 1,1066^1 = 384\,479$$

$$\text{DFKFF}_{2008} = 425\,464 * 1,0482 / 1,1066^2 = 364\,188$$

$$\text{DFKFF}_{2009} = 445\,971 * 1,0482 / 1,1066^3 = 344\,968$$

$$\text{DFKFF}_{2010} = 467\,457 * 1,0482 / 1,1066^4 = 326\,756$$

Summa: 1 420 391

Terminalvärde

$$\text{FKFF}_{t+1} = \text{FKFF}_{2010} * \text{evig tillväxt}$$

Evig tillväxt hämtat från Sveriges genomsnittliga BNP tillväxt mellan 1997-2004, d.v.s. 2,6 % (nutek.se)

$$489\,988 * 1,026 = 502\,728$$

Diskonterat fritt kassaflöde efter prognosperioden

$$\text{FKFF}_{t+1} / \text{WACC} - g = 502\,728 / 0,1066 - 0,026 = 6\,237\,320$$

Värdet per aktie

Prognosperiodens värde	1 420 931 000
Terminalvärde	6 237 320 000
Summa skulder	- 3 167 300 000
Summa tillgångar	18 900 000

Totala värdet på företaget = 4 509 851 000

Antal utestående aktier: 206 265 933

Värde per aktie: **21,9 kr**

### **5.6 Hufvudstaden jämförande värdering**

Hufvudstaden fastighetsbranschen P/E genomsnitt: 7,3 (Från bilaga s.36)

Årets resultat 664 000 000 \* 7,3 = 4 847 200 000

4 847 200 000 / antalet aktier 206 265 933 = **23,5 kr / aktie**

Hufvudstaden fastighetsbranschen P/S genomsnitt: 6 (Från bilaga s.36)

Nettoomsättning 1 273 000 000 \* 6 = 7 638 000 000

7 638 000 000 / 206 265 933 = **37 kr / aktie**

Hufvudstaden fastighetsbranschen Kurs/JEK genomsnitt: 1,5 (Från bilaga s.36)

Summa eget kapital 5403 100 000 \* 1,5 = 8 104 650 000

8 104 650 000 / 206 265 933 = **39,3 kr / aktie**

## **6. Resultat**

### **6.1 Boss Media**

Från Boss Medias kassaflödesvärdering får vi fram ett resultat på – 12,7 kr/ aktie. Det kan förklaras med stora investeringar och ett minus i förändring av rörelsekapital, vilket beror på försenade inbetalda kundfordringar. Aktien har sjunkit från toppnoteringen 31,2 kr under år 2005 till dagens (060515) 18,6 kr. Med tanke på att våra beräkningar har 2004 års siffror som grund så stämmer ”dykningen” ganska precist. Men resultatet vi får fram från kassaflödesvärderingen är ju dock ett framtida pris på en aktie. Aktien är ändå köpvärd med tanke på online spel är en bransch vi tror kommer att växa framöver.

Av den jämförande värderingen så visar sig andra resultat på aktien. Med ett genomsnittligt P/E –tal på 40,2 från programvarubranschen så får vi ett pris på 39,9 kr/aktie. P/E – talet är generellt högt i för företagen i branschen vilket måste betyda att vinsten per aktie är mycket låg relativt aktiepriset.

Det genomsnittliga P/S – talet räknades ut till 3,2. Priset på Boss Medias aktie blir utav detta 12,2 kr. Från det här priset per aktie kan man diskutera att omsättningen är dålig hos företaget jämfört med priset per aktie.

Boss Medias jämförande Kurs/ JEK fick 4,9, vilket innebär att företaget har mindre eget kapital i förhållande till aktiekursen. Priset på aktien blev 19,5 kr, vilket är relativt lika med nuvarande aktiepris.

### **6.2 Hufvudstaden**

Enligt Hufvudstadens kassaflödesvärdering får vi ett resultat på 21,9 kr / aktie. Detta beror på att företaget har sålt en stor del av sina tillgångar (fastigheter). Dock har investeringarna och förändringar av rörelsekapitalet dragit ner kassaflödet, vilket har bidragit till att priset per aktie blivit så lågt. Idag ligger aktien på 54,8 kr per aktie men år 1998 var priset som lägst 21,1 kr / aktie. Hufvudstaden har haft en topp i år på 64,5 kr per aktie under den senaste tio års perioden, och utifrån denna information tror vi att aktiepriset kommer att sjunka framöver.



Det genomsnittliga P/E –talet för fastighetsbranschen är 7,3. Av vår beräkning fick vi fram ett pris på 23,5 kr / aktie. Detta innebär att vinsten per aktie är hög relativt aktiepriset.

Det genomsnittliga P/S-talet för Hufvudstaden är 6. Vi fick fram ett P/S-tal på 37 kr / aktie. Det höga P/S-talet kan förklaras med att företaget har haft hög försäljning vilket har resulterat i en hög vinstmarginal.

Kurs / JEK fick vi fram till 1,5. Variabeln blev så låg på grund av att det justerade egna kapitalet var högt i förhållande till aktiepriset för alla fastighetsbolagen. Vilket kan förklaras i innehavande av mycket eget kapital, d.v.s. fastigheter. Priset per aktie av denna jämförelse fick vi fram till 39,3 kr.

## 7. Diskussion / Slutsats

Syftet med denna uppsats är att vi vill undersöka vilken värderingsmetod som är den mest rättvisande på företag från olika branscher. Det första författarna vill poängtera är att kassaflödet blir minus när företaget har mycket investeringar i kombination med en stor förändring av rörelsekapital oavsett bransch man värderar. Detta minus i kassaflödet påverkar resten av värderingen, vilket resulterar i att resultatet av kassaflödesvärderingen också blir minus. Tack vare att företaget har minus det specifika året i kassaflödet behöver ju inte betyda att det blir minus i framtiden och tvärtom d.v.s. att företaget har positivt kassaflöde år efter år. Så kassaflödesvärderingen känns vilseledande på det sättet att man gör prognoser för framtiden av siffror från det föregående året, d.v.s. från årsredovisningen.

I den jämförande värderingen så är det en markant skillnad på de jämförande variablerna i de båda branscherna vad det gäller resultatet från P/E –talet och Kurs/JEK relativt företagets nuvarande aktiekurs. Men när det gäller det jämförande P/S –talet så skiljer sig resultatet från det uträknade aktiepriset lika mycket från de båda företagens nuvarande aktiekurs. Vilket då måste bero på att omsättningen i företagen påverkar aktiepriset på ett proportionellt sätt. Den jämförande värderingen tycker författarna ger en rättvisare bild av aktiekursen än vad kassaflödesvärderingen gör på grund av att de jämförande företagen har liknande variabler, vilket resulterar till att aktiepriset blir mer trovärdigt.

Branschen i sig har inte så stor betydande roll när det gäller vilken värdering man ska använda. Snarare att man ska anpassa värderingen från företag till företag. Utifrån intervjun har vi trott att kassaflödesvärderingen skulle vara missvisande när det gäller fastighetsföretag, men det visade sig att kassaflödesvärderingen blev mindre trovärdig hos IT-företaget istället.

Resultatet av värderingarna har varit i varierande grad. Men författarna tycker att resultaten är betydelsefulla och slutsatserna man kan dra av dem är viktiga. Resultaten visar relativt tydligt åt vilket håll aktien kan tänkas svänga i framtiden.

## 8. Källförteckning

### Böcker:

- Copeland, Koller, Murrin, *Valuation: measuring and managing the value of companies*, New York 2000
- Damodaran, *Corporate Finance: Theory and practice*, USA 1997
- Denscombe Martyn, *Forskningshandboken*, Studentlitteratur, Lund 2000
- Holmström, Nancy, *Företagsekonomi från begrepp till beslut*, Stockholm, Bonnier utbildning 1998
- Nilsson, Isaksson, Martikainen, *Företagsvärdering med fundamental analys*, Studentlitteratur, Lund 2002
- Palepu, Healy, Bernhard, *Business Valuation & Valuatio*, South-Western College Publishing, Cincinnati 2000.

### Intervju:

- Asplund, Ola. Fischer Partners Fondkommission AB, Stockholm 2006-03-24

### Internet:

- [www.riksbanken.se](http://www.riksbanken.se) 2006-04-18
- [www.di.se](http://www.di.se) 2006-04-15
- [www.nutek.se/sb/d/207](http://www.nutek.se/sb/d/207) 2006-04-24
- [www.hufvudstaden.se](http://www.hufvudstaden.se) 2006-04-20
- [www.bossmedia.com](http://www.bossmedia.com) 2006-04-20

### Artiklar från internet:

- Harvard Law Review, Vol. 111, Nr. 7, 1998 ([www.jstor.org](http://www.jstor.org)) 2006-05-02

### Årsredovisningar:

- Boss Media 2004
- Hufvudstaden 2004

## **9. Bilagor**

### **7.1 Intervju med Ola Asplund, Fischer Partners Fondkommission AB 060324**

#### **1. Vilken värderingsmetod använder ni er mest av?**

Analytikerna använder flera olika värderingsmetoder beroende på vilken bransch de tittar på, men också själva syftet av analysen styr val av värderingsmetod. För relativ värdering så jämför man bransch företag med varandra och då är det lättast att titta på t.ex. P/E – tal, substansvärdes beräkningar och värdering av kapital. För att göra en absolut värdering för att få fram vad en aktie är värd så använder sig analytikerna av kassaflödesvärdering.

#### **2. Vilken information krävs vid värdering?**

Med en kassaflödesvärdering måste man som analytiker känna sig komfortabel med att lägga prognoser för framtiden. Kunskaper om företaget och branschen krävs för att du ska kunna göra en bra analys. Den grundläggande informationen som behövs är omsättningstillväxt, marginalutveckling, kapitalstruktur, marknadsfaktorer såsom riskfri ränta, riskpremien och aktiespecifika faktorer såsom betavärde.

Som analytiker känner man företaget som man värderar, man har kontakt dagligen. Detta kan pågå under en tio års period och man lär känna flera människor inom organisationen. Man strävar efter att få en kontinuitet med bevakningen av företaget för att få den värdefulla insikten i förutsättningarna för företaget i branschen.

#### **3. Vilka faktorer påverkar företagets värde?**

De viktigaste faktorerna som påverkar företagets värde är tillväxten i industrin, tillväxten i omsättningen, lönsamheten i företaget, kapitalstruktur, volatiliteten; d.v.s. om det är väldigt slagiga vinster eller kassaflöden blir värdet på de mycket mindre eftersom risken då är större.

#### **4. Hur uppskattar ni prognosperiodens längd vid kassaflödesvärdering?**

Det är olika beroende på vilket företag och bransch man värderar. Är det en bransch som kan tänkas växa kraftigt de kommande tio åren så är det explicit prognoshorisont för de tio åren. Är elva blir då bas året för framtiden. Är det en mer mogen industri så växer den ungefär lika mycket för varje år, då behöver man inte ha en så lång explicit prognoshorisont. Det räcker med då bara med prognos för 2 till 3 år.

### **5. Använder ni er av CAPM för att få fram diskonteringsräntan?**

Ja, vi använder marknadsanpassad metodik för att få fram diskonteringsräntan innehållande riskfri ränta och riskpremie. Dessutom företags specifika faktorer i form av betavärde som mer eller mindre påverkar marknadens avkastningskrav i snitt.

### **6. Hur uppskattar ni betavärdet?**

Analytikerna tittar dels på historiska kurs rörelser jämfört med marknaden som helhet. Utöver detta så tittar de på rörelsens intjänings volatilitet i form av rörelseresultat (kassaflöde). Genom att bara titta på historiska kurs rörelser är det inte säkert att man fångar upp risken i aktien och då använder sig man också volatiliteten.

### **7. Hur ofta anser ni att en värdering av ett företag bör göras och följas upp?**

Analytikerna värderar företagen varje dag men hur ofta man ska uppdatera prognoserna varierar från fall till fall. Men aldrig mer sällan än en gång per kvartal bör man uppdatera prognoserna i samband med kvartalsrapporterna. Oftast så uppdaterar man prognoserna 2 till 3 gånger per kvartal.

### **8. Hur mycket betyder resultatet av en värdering?**

Det beror på vilken bransch man värderar, t.ex. fastighetsbranschen så tittar man på marknadsvärdet och fastighetsbeståndet mer än på själva resultatet av värderingen. Värderar man ett rörelsedrivande företag såsom Ericsson och SCA så betyder värderingen mycket. Enligt Fisher Partners så är resultatet viktigt, att det så man utgår ifrån en värdering.

### **9. Hur fastställer ni riskpremien?**

Man tittar på den riskfria räntan. Är det en aktie som handlas på stockholmsbörsen så utgår de ifrån en svensk ränta. Ska man göra en kassaflödesanalys så tar man en lång ränta som sträcker sig över en 10 års period, t.ex. statsobligationsräntan. Man bedömer riskpremien några gånger per år och i nuläget bedöms den på 5 %. För ett år sen var riskpremien ca 7% och nedgången beror delvis på den goda börsutveckling som har skett sen dess, vilket leder till att markanden är villig att ta en större risk i nuläget med en lägre ränta.

### **10. Vad finns det för styrkor och svagheter med kassaflödesvärdering?**

Styrkor = Att det är det rätta sättet att värdera en aktie på, det intellektuellt sätt bästa sättet att få fram ett värde på.

Svagheter = Att den tar väldigt lång tid att utföra. Du måste också ha specifika kunskaper om bolaget och branschen som du ska värdera. Den är känslig för förändringar i antaganden, t.ex. om man sänker långsiktig förväntad tillväxt från 4 % till 3 %, räntan stiger några tiondelar eller om man sänker antaganden rörande marginalen i framtiden från 10 % till 9 % så slår det väldigt hårt på värdet utav företaget.

### **11. Vad finns det för styrkor och svagheter med jämförande värdering?**

Styrkor = Att det går snabbt att göra t.ex. en P/E tals jämförelse. Det går snabbt att få fram vinstprognoser under de närmaste åren och en översiktlig bild av företaget.

Svagheter = Även om det går snabbt att göra och förefaller vara väl gjort, så implicit gör man samma antaganden som en kassaflödesvärdering. Det är inte säkert att det man kommer fram till är värt något. Jämför man P/E – talet mellan två bolag om årets vinst som säger att den ena aktien är 30 % dyrare än den andra, men samtidigt gör man antagandet att bolagen ska ha exakt samma tillväxt i omsättning och rörelsmarginalsutveckling i framtiden, vilket då kan vara fel.

### **12. Vad bestämmer vilken av värderingsmodellerna man ska använda sig utav när man värderar ett företag?**

Syftet med analysen, vad det är du vill belysa. Vad man vill visa för sina kunderna. T.ex är kassaflödesanalys det rätta att använda när man vill få fram företagets aktievärde. Om man vill visa att aktien är dyr eller billig jämfört med företag i samma sektor kan man använda sig utav en P/E – tals jämförelse.

### **13. Är det skillnad på företagsvärdering i olika branscher?**

Det är stor skillnad beroende på vilken sektor man vill värdera. Inom fastighetsbranschen är kassaflödesanalysen inte den kanske mest rättvisande värderingen att använda. Beroende på att kassaflöde uppstår om man säljer en fastighet och om något annat bolag behåller sina fastigheter blir det stor skillnad på kassaflödena mellan bolagen. Det ena bolaget blir inte

mera värt tack vare det positiva kassaflödet. Substansvärdeberäkning är då mer lämplig utifrån marknadsvärdet på innehavet av fastigheter.

#### 14. Vad anser ni vara viktigt att tänka på när man ska värdera ett företag?

Omsättningstillväxt, förändring i vinsttillväxt och rörelsemarginaler, kapitalstrukturen, att bolaget kan lösa upp stora delar av rörelsekapitalet i form av kundfordringar och leverantörsskulder. Att man kan förändra dessa faktorer är viktigt.

### 7.2 Genomsnittliga variabler för branscherna

#### Programvara

P/E-tal	P/E - tal	P/S -tal	Kurs/JEK
Boss Media	146	4,6	4,8
Digital Vision	-2	2,4	4,7
Enlight	29	1,8	1,9
IBS	4	1,1	2,4
IFS	55	1,3	4,2
Intentia		1,4	6,6
Jeeves	28	2,6	7,4
Nexus		1	1,7
Nocom	18	1,5	2,2
Orc Software	49	3,5	6,5
Precise Biometrics		10,3	4,6
Pricer	-29	2,7	5,9
Protect Data	59	9,2	14,3
Readsoft	18	2,2	5,1
Telelogic	30	3,8	3,5
Trio	118	1,7	2
<b>Genomsnitt</b>	<b>40,2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,9</b>

#### Fastigheter

Brinova	10	9,9	1,3
Castellum	10	6,8	1,5
Fast Partner	6	5,6	1,6
Hufvudstaden	10	9,5	1,5
Kungsleden	7	2,7	2,1
Ljungberggruppen	6	4,6	1,4
Tornet	4	3	1,1
Wallenstam	4	5,8	1,2
Wihlborgs	9	6	1,6
<b>Genomsnitt</b>	<b>7,3</b>	<b>6</b>	<b>1,5</b>