

Företagsvärdering

– En studie av två värderingsmodeller och deras harmonisering med noterade börsvärden.

Av: Kristina Altebro, Rima Esmailiyan

Handledare: Maria Smolander

Sammanfattning

Ett företags värde kan vara av yttersta vikt i en mängd situationer och många är de (aktieägare, myndigheter, analytiker, investerare m.fl.) som kan vara i behov av den informationen.

Företagsvärdering är ett ständigt aktuellt ämne och aktieanalytiker värderar löpande börsföretagen för att identifiera övervärderade eller undervärderade aktier.

Syftet med studien är att undersöka och jämföra resultatet i form av företagsvärdet från de analyserade värderingsmodellerna och det noterade börsvärdet. Den teoretiska referensramen har sin utgångspunkt i två grundval: utifrån framtida avkastning samt utifrån värdet på tillgångar och skulder. Dessa två teorier brukar benämnas avkastnings- respektive substansvärdering.

Studien bygger på den kvantitativa metoden och beräkningarna har genomförts med hjälp av numeriska data i form av extern information från de utvalda företagens årsredovisningar.

Uppsatsen präglas av ett deduktivt synsätt, teorier och modeller testades mot det empiriska underlaget. Resultaten från värderingen, framtagna med avkastningsvärdering, skiljer sig kraftigt i jämförelse med de för företagen noterade börsvärdena. Samma mönster återfinns när det gäller substansvärderingen, där de resultat som framkommit visar på stora skillnader med börsvärdena.

Vid en värdering måste ta hänsyn tas till en mängd olika omständigheter så som vilken typ av tillgångar företaget har, dess skulder och kapitalstruktur. Eller är det kanske så att företaget ska avvecklas och tillgångarna säljas? Skillnaderna i värdering uppstår inte bara på grund av att modellerna värdesätter faktorerna olika, skillnaderna kan även härledas till vem som genomför värderingen. Det krävs en gedigen kunskap om både företaget i sig samt den marknad som företaget verkar på.

Abstract

A company's value can be of utmost importance in a variety of situations and many are those (shareholders, government agencies, analysts, investors and others) who may be in need of the information. Business Valuation is a perennially topical subject and stock analyzers evaluate current listed companies to identify overvalued or undervalued stocks.

The purpose of this study is to investigate and compare the results in terms of business value from the analyzed valuation models and the quoted market value. The theoretical framework is based on two bases: Based on future performance and the value of assets and liabilities. These two theories are usually called yield and net asset valuation. This study is based on the quantitative method. Calculations were made by using the numeric data in terms of external information from the selected company's financial statements. This essay is characterized by a deductive approach, theories and models were tested against the empirical basis.

The result of the evaluation, developed with yield valuation, differs sharply in comparison with those of the company's listed stock prices. Same pattern is found in the net asset value, where an obtained result shows large differences in market capitalizations.

One must take into account a variety of factors such as the nature of the assets of the company, its liabilities and capital structure. Or is it so that the company settled and assets can be sold? The difference in valuation arises not only because the models value the factors in different ways, the differences can also be traced to who carries out the valuation. It requires a solid understanding of both the company itself and the market in which it operates.

Innehållsförteckning

1 Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Problemformulering	8
1.4 Syfte	8
1.5 Avgränsning	9
1.6 Disposition	10
2 Metod	11
2.1 Vetenskaplig synsätt	11
2.1.1 Positivistisk och hermeneutisk forskningsansats	11
2.1.2 Induktiv och deduktiv forskningsansats	11
2.1.3 Kvalitativ och kvantitativ metod	12
2.2 Tillvägagångssätt	13
2.2.1 Val av modeller	13
2.2.2 Val av företag	13
2.2.3 Datainsamling	14
3 Teori	15
3.1 Avkastningsvärdering	15
3.2 Diskonterade kassaflödesmodellen – DCF	16
3.2.1 Aktievärde	17
3.2.2 Företagsvärde	17
3.2.3 CAPM (Capital Asset Pricing Model)	18
3.3 Substansvärderingsmodellen	20
3.3.1 Definition av tillgångar	21
3.3.2 Definition av skulder	21
3.3.3 Kalkylering av substansvärdet	22
3.4 Begreppsmodell	23
4 Empiri	24
4.1 Företagspresentation	24
4.1.1 Skanska	24
4.1.2 NCC	25

4.1.3 Getinge AB	26
4.1.4 Coloplast A/S	27
5 Analys	28
5.1 Förutsättningar för beräkningar	28
5.2 Beräkningar för Skanska	29
5.2.1 DCF modellen	29
5.2.2 Substansvärdering Skanska	31
5.3 Beräkningar för NCC	32
5.3.1 DCF modellen	32
5.3.2 Substansvärdering NCC	34
5.4 Beräkning Getinge AB	35
5.4.1 DCF modellen	35
5.4.2 Substansvärdering Getinge AB	37
5.5 Beräkningar för Coloplast A/S	38
5.5.1 DCF modellen	38
5.5.2 Substansvärdering Coloplast A/S	40
6 Diskussion och Slutsats	41
6.1 Diskonterande kassaflödesmodellen	42
6.2 Substansvärdering	42
6.3 Slutsats	43
7 Uppsatsens kvalitet och trovärdighet	44
7.1 Reliabilitet och validitet	44
7.2 Källkritik	45
Källförteckning	46
Bilaga 1 – Skanska	49
Bilaga 2 – NCC	50
Bilaga 3 – Getinge AB	51
Bilaga 4 – Coloplast A/S	52

1 Inledning

I detta inledande kapitel ges en beskrivning av den bakgrund och problematik som studien fokuserar på. Uppsatsens problemformulering, syfte samt valda avgränsningar kommer också att redovisas.

1.1 Bakgrund

Företagsvärdering är ett ständigt aktuellt ämne och aktieanalytiker värderar löpande börsföretagen för att identifiera övervärderade (säljobjekt) eller undervärderade (köpobjekt) aktier.¹ Att företagsvärdering som process kan vara komplex är inget som förvånar. Det beror på att ett företag kan ha helt olika värde om man betraktar det ur olika synvinklar.² En tillgång som upplevs som värdefull för en person kan för en annan person vara helt värdelös, beroende på vilken nytta respektive person har av tillgången.³

Ett företags värde kan vara av yttersta vikt i en mängd situationer och många är de (aktieägare, myndigheter, analytiker, investerare m.fl.) som kan vara i behov av den informationen. Behovet av företagsvärdering återfinns i en mängd situationer exempelvis vid

- Planerat samgående mellan företag
- Kapitalplacering (aktievärdering)
- Utvärdering/analys av företagets strategi
- Börsintroduktion
- Utvärdering/analys av företagets strategi
- Förmögenhetstaxering, arv eller gåva
- Management buyout, MBO
- Kreditgivning⁴

¹ Lundén B & Ohlsson G, "Värdering av företag: Praktisk handbok", 1:a Upplagan, 2007, s.56

² Hägg C, "Företagsvärdering", 1991, s.9

³ Nilsson et al, "Företagsvärdering med fundamental analys", 2002, s. 27

⁴ Ibid s. 15

Företagsvärdering används ofta som ett övergripande begrepp för värdering av alla typer av företag. Ofta skiljer man emellertid mellan de två begreppen företagsvärdering och aktievärdering.⁵ Detta beroende på från vilken eller vilka ägargruppers perspektiv värderingen sker.⁶

När man talar om företagsvärdering så menar man det totala värdet på företaget, medans aktievärdet inte beaktar företagets skulder. En värdering som syftar till att uppskatta aktievärdet benämns vanligtvis direkt värdering. Om värderingen istället syftar till att bestämma företagsvärdet kallas det för indirekt värdering eller värdering av företagets rörelse.⁷

- Aktievärde: Vad företaget är värt för aktieägarna, dvs. värdet på företagets egna kapital.
- Företagsvärde: Vad företaget är värt för företagets samtliga kapitalägare (både aktieägare och långgivare), dvs. värdet på företagets totala kapital.⁸

Företagsvärdering kan delas in i två delar, fundamental-och teknisk analys. Teknisk analys utgår från marknaden, hur säljare och köpare agerar och hur marknaden sett ut historiskt, dess cykler med konjunkturupp- och nedgångar. Bedömningen görs med underlag av aktiekursens tidigare utveckling. Teknisk analys syftar alltså till att utifrån en akties historiska utveckling dra slutsatser om hur aktien kommer att utvecklas i framtiden. Det finns en mängd tekniska analysmetoder, många av metoderna utgår från studier av aktiediagram. Det är inte möjligt att tillämpa teknisk analys vid värdering av företag som inte är noterade på någon marknadsplats eftersom denna analysform förutsätter tillgång till data över historiska aktiekurser.⁹

Värderings-och analysmodeller som grundar sig på ekonomiska fakta om företaget brukar kallas fundamental analys. Fundamental analys, den metod som vi kommer att fokusera på i denna studie, syftar till att bestämma värdet på ett företag eller en aktie på grundval av fundamenta, alltså siffror samt annat information om företaget och dess möjligheter. Information som är av särskild vikt är den man återfinner i företagets redovisningar så som nuvarande vinst och framtida prognoser.

⁵ Nilsson et al, "Företagsvärdering med fundamental analys", 2002 s.16

⁶ Ibid s.212

⁷ Ibid

⁸ Ibid

⁹ Ibid s.20

1.2 Problemdiskussion

Vad är ett företags rätta värde? Vilken metod ger det mest rättvisande värdet? Det är frågor som är mycket svåra att få ett enhetligt svar på. Det finns inga företagsvärderingar som genererar ett exakt, obestridligt eller korrekt svar på vad företaget eller aktien är värd utan det är snarare en subjektiv uppskattning.¹⁰ För att kunna sätta ett så rimligt värde på företaget som möjligt används en mängd olika metoder och modeller där avkastningsvärdering och substansvärdering är några av de mest använda.

Dessa metoder borde ge ett till största delen liknande resultat dock tar de hänsyn till olika faktorer vilket i slutändan leder till skillnader i utfall. Frågan är då vilken av dessa värderingsmodeller som återger ett så pass korrekt resultat som möjligt med hänsyn till börskursen.

1.3 Problemformulering

Hur beräknas ett företags värde med de valda värderingsmodellerna? Hur skiljer sig resultaten från beräkningarna med det noterade börsvärdet? Om skillnader uppstår, vad kan då dessa bero på?

1.4 Syfte

Syftet är att undersöka och jämföra resultatet i form av företagsvärdet från de analyserade värderingsmodellerna och det noterade börsvärdet.

¹⁰ Lundén B & Ohlsson G, "Värdering av företag: Praktisk handbok", 1:a Upplagan, 2007, s.133

1.5 Avgränsning

För denna studie har vi valt att använda oss utav de två mest förekommande värderingsmodeller nämligen: avkastningsvärdering och substansvärdering.

Med en förhoppning om att resultatet ska vara någorlunda rättvisande och samtidigt ett försök till att undvika slumpmässiga resultat, har vi valt att värdera fyra företag. Dessa fyra företag verkar inom två olika sektorer, byggnads- samt medicinteknikindustrin, där vi väljer två ur respektive sektor för att på så sätt kunna göra en jämförelse mellan de resultat vi får fram.

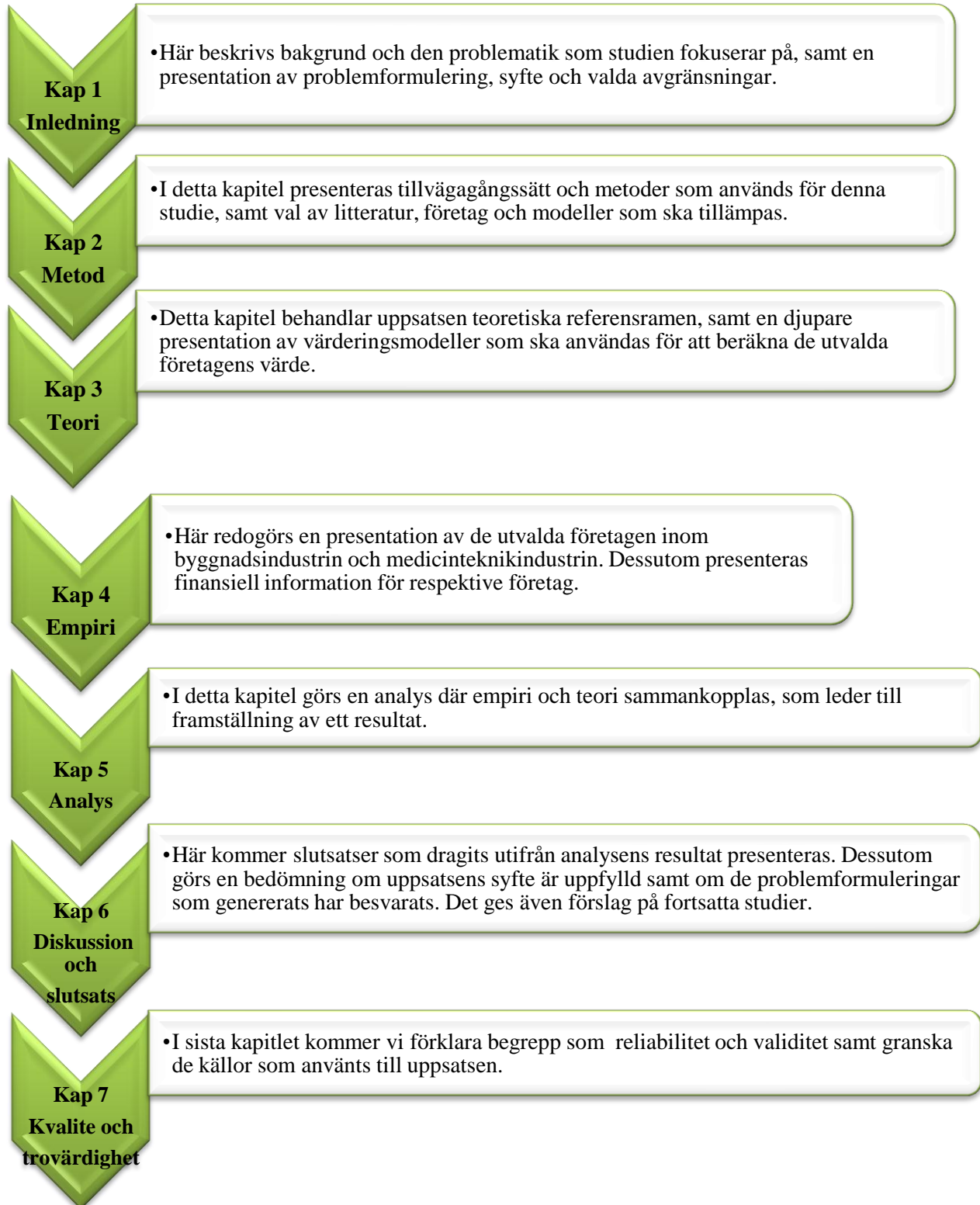
Att valet föll på dessa två sektorer kommer dels ifrån inriktningen på vår företagsekonomiska utbildning som är medicinskt teknik samt att byggnadsindustrin efter några tunga år (år 2007-2009) nu ser en ljusning.¹¹ Ytterligare avgränsning sker då vi endast valt företag som är noterade på NASDAQ OMX Nordic, Large Cap segmentet. Detta val utgår endast från det faktum att vi var intresserade av större företag, företagen inom Large Cap har ett börsvärde över 1 miljard euro.¹²

Tidsramen för studien är åren 2009 – 2014, där vi använder oss av årsredovisningar från år 2009 för att beräkna fram våra prognoser.

¹¹ www.scb.se/Pages/TableAndChart_64174.aspx "Konjunkturbarometern" 2011-04-26

¹² www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/hur-bolagen-klassificeras/index.htm
"Aktieskolan" 2011-04-26

1.6 Disposition



2 Metod

I detta kapitel redogörs tillvägagångssätt och metoder som används för utförandet av denna studie. Här motiveras även valen när det gäller litteratur, företag samt de värderingsmodeller som ska tillämpas .

2.1 Vetenskaplig synsätt

2.1.1 Positivistisk och hermeneutisk forskningsansats

Positivism och hermeneutik är två olika forskningsinriktningar. Dessa två forskningsinriktningar ses som varandras motpoler och står för helt två skilda världsåskådningar.¹³ Positivismen går ut på att skapa så säker kunskap som möjligt, bättre en liten kärna av fast kunskap än mängder av löst tyckande och spekulationer.¹⁴ Positivismen ställer upp och verifierar teorier genom empiriska observationer som utförs, något som ses som en mätbar studie.¹⁵ Kunskap enligt positivismen är antingen empirisk och bygger på iakttagelse med hjälp av våra sinnen eller också logisk och hjälper oss att förstå olika händelser.¹⁶ Hermeneutiken skiljer sig radikalt från positivismen. Hermeneutiken utgår från de fem sinnenas iakttagelse och den logiska analysen till skillnad från positivismen som bygger på empiri och logik. Hermeneutiken vill inte bara begripa intellektuellt utan de vill även förstå.¹⁷

Denna studie förutsätter en positivistisk synsätt genom att utföra en litteraturstudie samt insamlade data från de utvalda företagens årsredovisningar som senare kommer ligga till grund för vår empiriska studie.

2.1.2 Induktiv och deduktiv forskningsansats

Induktion och deduktion är två olika sätt att förstå och få grepp om verkligheten, det vill säga två skilda sätt att dra slutsatser på.¹⁸ En induktiv arbetssätt innebär att forskaren utan att först ha

¹³ Jacobsen, D.I, "Vad, hur och varför?", 2002, s.34-35

¹⁴ Thuren, T, 2007, "Vetenskapsteori för nybörjare", Upplaga 2:1, s.21

¹⁵ Bryman, A, 2007, "Samhällsvetenskapliga metoder", Upplaga 1:4, s.24-25

¹⁶ Thuren, T, " Vetenskapsteori för nybörjare", 2007, Upplaga 2:1 s.94

¹⁷ Ibid s.94

¹⁸ Jacobsen ,D,I, "Vad, hur och varför?", 2002, s.34-35

förankrat undersökningen i en tidigare teori, och utifrån insamlade information, empirin, formulerar en teori.¹⁹ Induktion innebär att man drar generella slutsatser utifrån empirin.²⁰

Deduktion innebär att från en teori dra slutsats om enskilda fall.²¹ Det arbetssättet innebär att man utifrån allmänna principer och befintliga teorier drar slutsatser om enskilda företeelser.²²

Det innebär att man drar en logisk slutsats som betraktas som giltig om den är logisk sammanhängande. Däremot behöver inte vara sann i den meningen att den överensstämmer med verkligheten.²³ Deduktion är vanligaste uppfattningen om förhållandet mellan teori och praktik.²⁴

Denna uppsats präglas av ett deduktivt synsätt, eftersom vi utgår från flertal teorier om hur verkligheten kan se ut, samt vid analysen av empirin kunna bekräfta teorierna.

2.1.3 Kvalitativ och kvantitativ metod

Begreppen kvantitativ och kvalitativ syftar på hur man väljer generera, bearbeta och analysera informationen som man har samlat in. Den kvantitativ forskning är en sådan forskning som innebär mätningar som görs vid datainsamling och statistiska bearbetnings- och analysmetoder. Den kvalitativa forskningen är sådan forskning där datainsamlingen fokuserar på ”mjuk data” exempelvis i form av kvalitativa intervjuer och tolkade analyser, ofta verbala analysmetoder.²⁵

Redovisning av informationen som har samlats in kan ske på två olika sätt. Redovisningen av informationen i den kvantitativa metoden sker i form av siffror och i den kvalitativa metoden använder forskaren av ord.²⁶

Denna undersökning bygger på den kvantitativa metoden. Beräkningar har gjorts med hjälp av numeriska data i form av extern information från de fyra utvalda företagens årsredovisningar, som sedan satts in i olika modeller och formler för att kunna få fram företagens värde respektive aktievärde.

¹⁹ Patel R, Davidson B, "Forskningsmetodikens grunder", 2003, 3:e Upplagan, s.24

²⁰ Thuren, T, 2007, " Vetenskapsteori för nybörjare", Upplaga 2:1 s.21

²¹ Patel R, Davidson B, "Forsknings metodiken grunder", 2003, 3:e Upplagan, s.25

²² Ibid s.23

²³ Thuren ,T, " Vetenskapsteori för nybörjare", 2007,Upplaga 2:1 s.28

²⁴ Bryman,A, " Samhällsvetenskapliga metoder", 2007,Upplaga 1:4, s.22

²⁵ Patel, R, Davidson B, "Forsknings metodiken grunder", 3:e Upplagan, s 14

²⁶ Jacobsen,D,I, "Vad, hur och varför?",2002, s 48

2.2 Tillvägagångssätt

2.2.1 Val av modeller

Inom ämnet företagsvärdering används flertalet olika modeller. Efter att studerat en rad olika modeller med hjälp av litteratur inom ämnet företagsvärdering valde vi de två vanligaste och mest förekommande modellerna för denna uppsats. Avkastningsvärdering och substansvärderingsmetoden. Dock bör nämnas att avkastningsvärderingsmetoden består av flera olika värderingsmodeller baserade på diskonterat kassaflöde, residualvinst och utdelningar . Som diskuterats tidigare koncentrerar vi oss på DCF metoden inom avkastningsvärdering, detta på grund av att det är tidskrävande att räkna med flera modeller samt det blir stor mängd data som skulle försvåra vårt arbete vid analysen av denna studie. En mer ingående presentation av de utvalda modellerna presenteras i teoriavsnittet.

Vid tillämpning av värderingsmodellerna kommer information insamlas och bearbetas. Vi kommer även göra nödvändiga antaganden som kommer att ligga till grund för våra beräkningar.

2.2.2 Val av företag

Företagen som vi valt för denna undersökning kommer från två olika branscher. Två företag från medicinteknikindustrin och två företag från byggnadsindustrin. En förutsättning var att företagen var introducerade på Stockholmsbörsen. Detta med anledning till att det innebär en mer lättillgänglig information exempelvis i form av årsredovisningar.

De utvalda företagen är följande:

- Skanska
- NCC
- Getinge AB
- Coloplast A/S

En djupare presentation av företagen återfinns i empiriavsnittet.

2.2.3 Datainsamling

Det finns två olika sorters datainsamlingsmetod, primär och sekundärdata. Primärdata innebär att forskaren väljer samla in material och upplysningar om ett specifikt ämne för första gången, och därmed går till den primära förstahandskällan. Vid insamling av data använder forskaren av kvalitativa metoder, såsom frågeformulär, observationer och intervjuer. Däremot om forskaren inte själv samlat in information utan har tagit del av redan existerande och befintlig information kallas dessa sekundärdata. Sekundärdata ingår i kvantitativa analyser, där information inhämtas bland annat från litteratur, internet, årsredovisningar och tidskrifter.²⁷

I denna undersökning består materialet enbart av sekundärdata i form av tryckt litteratur, årsredovisningar samt internet. Vi har i huvudsak studerat relevant litteratur kring ämnet företagsvärdering och de värderingsmodellerna som vi valt att bygga denna studie kring.

²⁷ Jacobsen, D, I, "Vad, hur och varför?" 2002, s.152-153

3 Teori

I följande kapitel kommer en allmän presentation och inblick av vad företagsvärdering innebär. Vidare kommer en presentation utifrån relevant litteratur och fakta ges av de värderingsmodeller som kommer att tillämpas i denna uppsats.

Man utgår i många fall utifrån två grundval när man värderar företag: utifrån framtida avkastning och utifrån värdet på tillgångar och skulder. Dessa två teorier brukar benämnas avkastnings- respektive substansvärdering.²⁸

3.1 Avkastningsvärdering

De tre mest använda modellerna för avkastningsvärdering, s.k. diskonteringsmodeller är:

- Modell baserad på företagets kassaflöde (Discounted Cash Flow- model, DCF)
Här beräknas värdet på det egna kapitalet genom nuvärdeberäkning av alla framtida kassaflöden.
- Modell baserad på företagets utdelningar
Här beräknas värdet på det egna kapitalet genom nuvärdeberäkning av alla framtida utdelningar.
- Modell baserad på företagets residualvinst
Denna modell är inriktad på det värdeskapande som sker inom företaget istället för de ovanstående modellerna som ser till betalningsflödena från företaget till aktieägarna.²⁹

För vår studie har vi valt att använda oss utav Discounted Cash Flow- model, DCF och då mer preciserat fritt kassaflöde till aktieägarna, FKFA. En värdering med denna som utgångspunkt uppskattar värdet på företaget oavsett hur den är finansierad.³⁰ För att kunna använda oss utav denna modell behöver vi även diskutera begreppet CAPM, något som krävs för en ökad förståelse av vår studie.

²⁸ Nilsson et al, Företagsvärdering med fundamental analys, 2002, s. 45

²⁹ Ibid s. 48 - 50

³⁰ Ibid s.284

3.2 Diskonterade kassaflödesmodellen – DCF

I kassaflödesbaserade värderingsmodeller fokuseras på de kassaflöden som företaget genererar till sina ägare. Företagets kassaflöde kan ses som det maximala belopp som företaget kan överföra till sina aktieägare utan att för den skull avstå från framtida tillväxt.³¹ Skattningen av ett företags kassaflöde görs stegvis.

1. Man utgår från företagets nuvarande vinst. Om syftet är att uppskatta aktievärdet så använder man sig utav nettoresultatet för att beräkna kassaflödet.
2. Hur mycket har företaget investerat för framtida tillväxt. Här är det viktigt att separera investeringar som kostnadsfördirekt och investeringar som tas upp som anläggningstillgångar för att sedan skrivas av.³²
3. Nu beräknar man fritt kassaflöde, till företaget eller till aktieägarna, där det föregående betecknas FKFF och det senare FKFA.³³

Följande beräkning kommer att användas:

Tabell 1. ³⁴ Beräkning av kassaflöden

Nettoresultat

+Avskrivningar

-Ökning av likvida medel

-Ökning kundfordringar

-Ökning varulager

+Ökning leverantörsskulder

+Räntekostnad efter skatt (28%)

=Rörelsegenererat kassaflöde

-Investeringar i anläggningstillg.

=Fritt kassaflöde till företaget (FKFF)

+Ökning långfristiga lån

-Räntekostnad efter skatt (28%)

Fritt kassaflöde till aktieägarna (FKFA)

³¹ Nilsson et al, Företagsvärdering med fundamental analys, 2002, s.247

³² Ibid s.249

³³ FKFF – Fritt kassaflöde till företaget, FKFA – Fritt kassaflöde till aktieägarna

³⁴ Nilsson et al, Företagsvärdering med fundamental analys, 2002, s. 348

Ett av de första besluten man måste ta är huruvida man ska värdera hela företaget (FKFF) eller endast aktiekapitalet (FKFA). Beroende vad man beslutar så ger det bäring på vilken diskonteringsränta (kalkylränta) som skall användas.

3.2.1 Aktievärde

Värdet på det egna kapitalet får man genom att diskontera framtida kassaflöden som enbart tillfaller aktieägarna. FKFA visar vad företaget är värt för aktieägarna. Vid en kassaflödesbaserad diskonteringsmodell kan värdet på eget kapital uttryckas enligt följande:³⁵

$$V_a = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FKFA_t}{(1+r_e)^t}$$

Där V_a = Aktievärdet

$FKFA_t$ = Förväntat fritt kassaflöde till aktieägarna vid tidpunkt t

r_e = Kapitalkostnaden för eget kapital (CAPM)³⁶

3.2.2 Företagsvärde

Det totala värdet på ett företag är summan av värdet av skulder och värdet av det egna kapitalet. Företagsvärdet fås genom att diskontera framtida kassaflöden som tillfaller företaget som helhet, dvs. både aktieägare och långivare. Utifrån en kassaflödesbaserad diskonteringsmodell kan företagets värde bestämmas enligt följande.³⁷

$$V_f = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FKFF}{(1+r_{WACC})^t}$$

Där V_f = Företagsvärdet

$FKFF_t$ = Förväntat fritt kassaflöde till företaget vid tidpunkten t

r_{wacc} = Den viktade genomsnittskostnaden för kapitalet (weighted average cost of capital)³⁸

³⁵ Nilsson et al, Företagsvärdering med fundamental analys, 2002, s. 213

³⁶ Ibid

³⁷ Ibid s. 214

³⁸ Ibid

Vi kommer att i fortsättningen arbeta med aktievärdet (börsvärdet) och FKFA-modellen för våra värderingar och jämförelser och därför görs ingen vidare genomgång av begrepp som FKFF samt WACC.

3.2.3 CAPM (Capital Asset Pricing Model)

I mitten av 1960-talet utformade William Sharpe och John Lintner oberoende av varandra en modell som kom att kallas CAPM, den formade sambandet mellan risk och avkastning.^{39,40}

Modellen utgår ifrån att alla investerare ser samma möjligheter att alla har tillgång till samma information och vill minimera sin risk. CAPM är en av de risk- och avkastningsmodeller som kan användas för att beräkna avkastningskravet för ett företag, CAPM är en teoretisk modell för hur finansiella tillgångar prissätts när utbudet är lika med efterfrågan. Enligt CAPM existerar det ett linjärt förhållande mellan den förväntade avkastningen på en tillgång, dvs. utdelningar och kursförändringar om tillgången är en aktie, och dess risk.⁴¹

Det linjära förhållandet kan åskådliggöras enligt nedan:

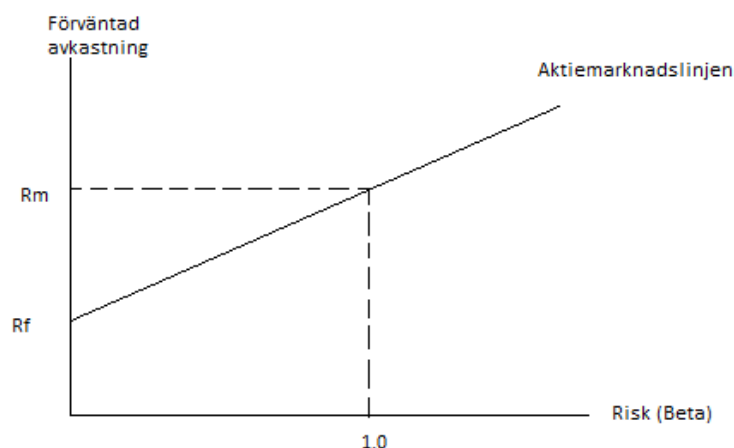


Fig 1. Aktiemarknadslinjen⁴²

Linjen som beskriver sambandet mellan förväntad avkastning och risk kallas aktiemarknadslinjen.⁴³

³⁹ Lintner J, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", Review of Economics and Statistics, 1965

⁴⁰ Sharpe W, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", Journal of Finance, 1964

⁴¹ Nilsson et al, "Företagsvärdering med fundamental analys", 2002, s. 228

⁴² Ibid

⁴³ Egenskapad visualisering av aktiemarknadslinjen

Formeln för CAPM ser ut som följer:

$$R_i = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Där R_i = Aktiens avkastning

r_f = Riskfria räntan (som är den säkra alternativa placeringen ex. Statsobligationer)

r_m = Marknadsportföljens avkastning

β = Betavärdet för aktien (relativa risken på enskilda aktier kontra aktiemarknaden totalt)

$(r_m - r_f)$ = Marknadens riskpremie

Vid beräkningar av aktieägarnas avkastningskrav (R_i) så krävs då de ovanstående parametrarna vilkas innebörd och värden utvecklas nedan.

Den riskfria räntan är den som en investerare kan uppbära utan att ta någon risk exempelvis vid en investering i långfristiga statsobligationer eller kortfristiga statsskuldväxlar. I praktiken antas den riskfria räntan vanligen vara konstant över tiden, och oftast används räntan på en 3- till 10-årig statsobligation.⁴⁴ För våra värderingar och beräkningar ser vi till den 5-åriga statsobligationsräntan, som vars dagsnotering (2011-03-25) är 3,155.⁴⁵

Betavärdet eller riskmultiplikatorn är den andra parametern som behöver skattas för att aktieägarnas avkastningskrav skall kunna kalkyleras. Beta värdet kan visa på hur starkt aktien korrelerar med aktiemarknaden. För en riskfri placering, exempelvis en statsobligation, är betavärdet per definition noll, medan betavärdet för aktiemarknaden som helhet är lika med ett.⁴⁶ Ett beta på 1,0 innebär att företaget har en normal risknivå. Ett beta på 0 är i praktiken omöjligt att uppnå. I så fall skulle företaget vara helt riskfritt att investera i, lika riskfritt som att investera i statsobligationer. Ett beta på 7 innebär en mycket riskabel investering.⁴⁷

Den sista parametern består utav marknadens riskpremie (Equity risk premium, ERP), vilket är en benämning som ofta används på skillnaden mellan marknadens avkastning och den riskfria räntan. Teoretiskt sett är riskpremien den premie som investerare kräver för att investera i en

⁴⁴ Nilsson et al, "Företagsvärdering med fundamental analys", 2002, s. 231

⁴⁵ www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16740, "Statsobligationer" 2011-03-25

⁴⁶ Hansson B & Högfeldt P, "Finansiell ekonomi: Tre grundläggande principer", Ekonomisk Debatt, 1988, Nr 8, s.635-647

⁴⁷ Lundén B & Ohlsson G, "Värdering av företag: Praktisk handbok", 1:a Upplagan, 2007, s.100

tillgång med genomsnittlig risk, dvs. marknadsportföljen, relativt till att investera i den riskfria tillgången.⁴⁸ Riskpremien ökar i värde om investerarens risk ökar och är alltid större än noll.

Enligt PricewaterhouseCoopers Corporate Finance, som genomfört enkätstudier av marknadsriskpremien på svenska aktiemarknaden sedan 1997, bedöms riskpremien på Stockholmsbörsen per mars 2010 uppgå till 4,6%. Vid värdering av aktier i mindre börsnoterade bolag tillkommer en storleksrelaterad riskpremie på 1,6% - 4,1% .⁴⁹

3.3 Substansvärderingsmodellen

Substansvärdebegreppet förekommer i ekonomisk litteratur, i årsredovisningar och i skatteregler. Tillämpningen har störst betydelse för företag där tillgångarna i huvudsak kan betecknas som reelltillgångar, exempelvis fastigheter och fartyg.⁵⁰ Substansvärdering utgör en skattning av företagets värde utifrån dess tillgångs- och skuldstruktur (dvs. företagets substans) och erhålls genom att man beräknar de enskilda tillgångarnas och skuldernas nettovärde.⁵¹

Att mäta ett företags substansvärde är ett annat sätt att beräkna vad aktiepriset teoretiskt ska vara. Med substansvärde menas det värde som finns i företagets tillgångar, det kapital som finns i företaget. Man sätter likhetstecken mellan det justerade egna kapitalet och det teoretiska värdet på företagets aktier. Detta stämmer inte helt överens med hur det ser ut i verkligheten då företaget inte kan dela ut hela detta belopp till ägarna utan att delar av det dras i form av skatter och andra avgifter.⁵²

⁴⁸ Nilsson et al, "Företagsvärdering med fundamental analys", 2002, s. 231

⁴⁹ www.pwc.com, Studie "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" mars 2010, 2011-03-25

⁵⁰ Hägg C, "Företagsvärdering", 1991, s.31

⁵¹ Nilsson et al, "Företagsvärdering med fundamental analys". 2002, s. 62

⁵² Hägg C, Värdering av aktier", 1:a upplagan, Lund, Studentlitteratur, 1989, s.76

3.3.1 Definition av tillgångar

Hendriksen⁵³ anger tre karakteristika för tillgångar:

1. Det måste finnas någon specifik rättighet till framtida intäkter eller nyttjande av produktionsresurser.

Detta krav innebär, att för att någonting skall benämnas som en tillgång måste det ha ett värde för organisationen i framtiden.⁵⁴

2. Rättigheterna måste kunna kontrolleras av organisationen.

För att betraktas som en tillgång måste det vara exklusivt för organisationen.⁵⁵

3. En tillgång måste vara resultatet av tidigare transaktioner.

Ett företag kan t ex inte redovisa ett varumärke som en tillgång om det inte finns några bakomliggande transaktioner, som att varumärket är förvärvat till ett visst pris.⁵⁶

Man måste även göra ytterligare bedömningar och då ta hänsyn till företagets verksamhet för att kunna skilja mellan tillgångar för avyttring, s k *omsättningsstillgångar*, och tillgångar för stadigvarande, s k *anläggningstillgångar*.⁵⁷

3.3.2 Definition av skulder

En förpliktelse för företaget skall i årsredovisnings balansräkning registreras som en skuld om följande kriterier är uppfyllda:⁵⁸

1. Förpliktelsen skall innebära en skyldighet för företaget att i framtiden lämna ifrån sig eller upplåta resurser till en eller flera utomstående parter.
2. Företaget har ingen eller ringa möjlighet att undvika förpliktelsen.
3. Förpliktelsen har uppkommit som en följd av en transaktion eller händelse.

⁵³ Hendriksen ES: "Accounting theory", Homewood III, 1970, s. 253-254

⁵⁴ Gröjer J-E, "Grundläggande redovisningsteori", 5:e upplagan, 2002, s.76

⁵⁵ Ibid

⁵⁶ Ibid

⁵⁷ Gröjer J-E, "Grundläggande redovisningsteori", 5:e upplagan, 2002, s.76

⁵⁸ Nilsson et al, "Företagsvärdering med fundamental analys". 2002, s. 101

Vid en analys av ett företags finansiella situation har man ofta behov av att skilja på långfristiga och kortfristiga skulder samt räntebärande och inte räntebärande skulder.⁵⁹

3.3.3 Kalkylering av substansvärdet

Kalkylering av substansvärdet kan i sin mest basala form ta sig uttryck på följande sätt:

+ Tillgångarnas värde

- Skuldernas värde

= Substansvärde⁶⁰

Ett problem är att bokförda värden sällan är desamma som verkliga värden. När man skall beräkna ett företags substansvärde är man naturligtvis intresserad av företagets verkliga värde och inte det bokföringsmässiga. Därför måste tillgångarnas och skuldernas verkliga värde fastställas för att man skall få fram ett korrekt substansvärde. Annorlunda uttryckt innebär det att tillgångsposterna och skuldposterna i balansräkningen justeras.⁶¹ Substansvärdering görs ofta i samband med förvärv där det förvärvade ska likvideras eftersom det utgår från bolagets balansräkning. Substansvärdet fungerar då som en kontroll av avkastningsvärdet.⁶²

⁵⁹ Nilsson et al, "Företagsvärdering med fundamental analys". 2002, s.101

⁶⁰ Larsson Claes-Göran, "Företagets Finanser", 1:a upplagan, Lund, Studentlitteratur, 2008. s.311

⁶¹ Nilsson et al, "Företagsvärdering med fundamental analys". 2002, s. 301

⁶² Johansson G. "Företaget utifrån och inifrån – värderingsmässiga aspekter". Lund. Studentlitteratur. 1992. s.96

3.4 Begreppsmodell

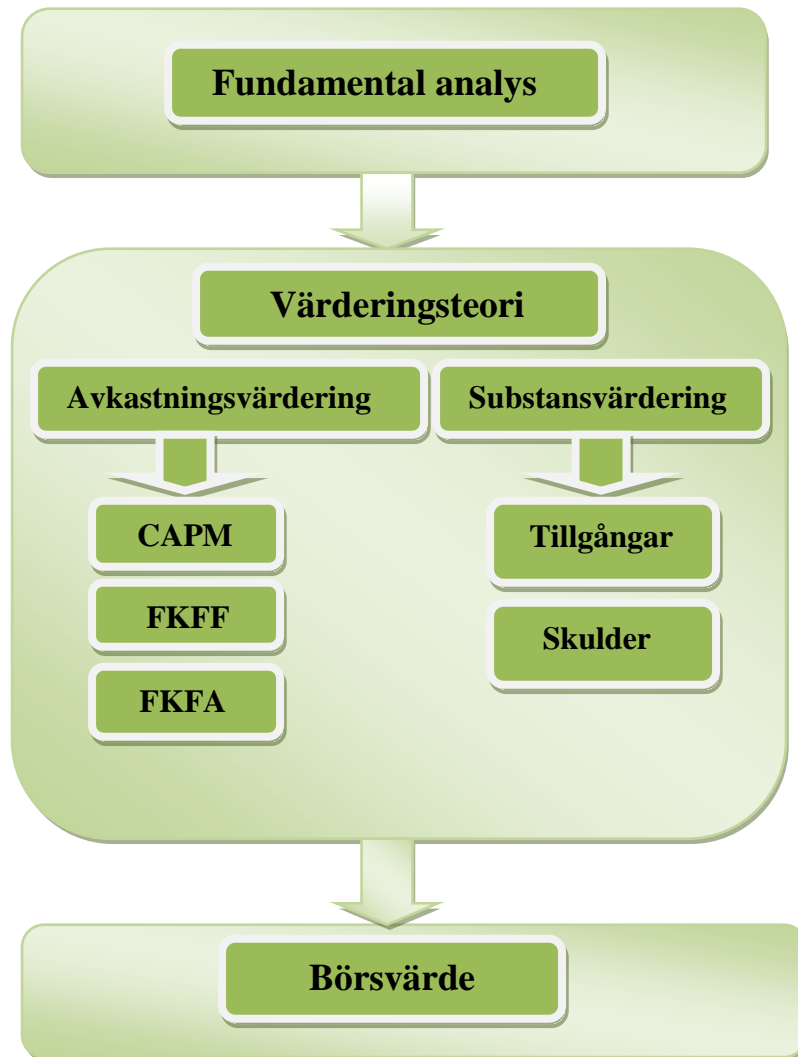


Fig 2. Modellen illustrerar de element som skall resultera i ett börsvärde för de respektive företagen.

4 Empiri

I följande avsnitt sker en presentation av de utvalda företagen inom medicinteknikindustrin och byggnadsindustrin, det sker även en redogörelse av den empiri som inhämtats från företagens hemsidor och årsredovisningar samt från branschanalytiker.

4.1 Företagspresentation

4.1.1 Skanska

Skanska är ett av världens ledande projektutvecklings- och byggföretag med expertis inom byggande, utveckling av kommersiella fastigheter, bostäder och projekt i offentlig privat samverkan.⁶³ Koncernen har idag 52 000 medarbetare på utvalda hemmamarknader i Europa, USA och Latinamerika och har sitt huvudkontor i Solna utanför Stockholm. Omsättningen år 2009 uppgick till 143 miljarder kronor.⁶⁴ Vid utgången av år 2009 fanns totalt 423,1 miljoner aktier utestående.⁶⁵

4.1.1.2 Finansiell information Skanska

Resultaträkning 2009	MSEK
Årsresultat	3628
Balansräkning 2009	MSEK
Anläggningstillgångar	15738
Omsättningstillgångar	65672
Långfristiga skulder	5857
Kortfristiga skulder	55096
Övriga finansiella information 2009	MSEK
Avskrivningar	1501
Förändringar i rörelsekapital (se bilaga 1)	-252
Räntekostnader efter skatt	169

Tabell 2. Information inhämtad från Skanskas årsredovisning 2009⁶⁶

⁶³ www.skanska.se/sv/om-skanska/ 2011-03-28

⁶⁴ Ibid, 2011-03-28

⁶⁵ www.skanska.se, "Årsredovisning" 2009, 2011-03-28

⁶⁶ Ibid, 2011-04-25

4.1.2 NCC

NCC utvecklar och bygger bostäder, kommersiella fastigheter, industrilokaler och offentliga byggnader, vägar och anläggningar samt övrig infrastruktur. NCC:s huvudsakliga verksamhet bedrivs i Norden. I Baltikum bygger NCC bostäder och hus. I Tyskland och S:t Petersburg bygger NCC främst bostäder.⁶⁷

Formellt juridiskt bildades NCC-koncernen 1989 och har sedan dess sitt huvudkontor beläget i Solna. Koncernen har idag ca 17 000 medarbetare och omsättningen år 2009 var 56 miljarder kronor.⁶⁸ Vid utgången av år 2009 fanns totalt 108 miljoner aktier utestående⁶⁹

4.1.2.1 Finansiell information NCC

Resultaträkning 2009	MSEK
Årsresultat	1262
Balansräkning 2009	MSEK
Anläggningstillgångar	6016
Omsättningstillgångar	29976
Långfristiga skulder	7250
Kortfristiga skulder	15041
Övriga finansiella information 2009	MSEK
Avskrivningar	573
Förändringar i rörelsekapital (se bilaga 2)	765
Räntekostnader efter skatt	347

Tabell 3. Information inhämtad från NCCs årsredovisning 2009⁷⁰

⁶⁷ www.ncc.se/sv/OM-NCC/NCC-koncernen 2011-03-28

⁶⁸ www.ncc.se "Årsredovisning 2009", 2011-04-03

⁶⁹ www.nasdaqomxnordic.com/aktier/shareinformation?Instrument=SSE838 2011-04-03

⁷⁰ www.ncc.se "Årsredovisning 2009", 2011-04-25

4.1.3 Getinge AB

Getinge är ett globalt medicinteknikföretag verksamt inom kirurgi, intensivvård, infektionsbekämpning, sårvård och vårdergonomi. Koncernen är uppdelad i tre affärsområden: Medical Systems, Extended Care och Infection Control. Företaget har i dag över 12 000 antal anställda, egna försäljningskontor i 34 länder samt produktionsanläggningar i 12 länder.⁷¹ Nettoomsättningen uppgick år 2009 till 22,8 miljarder kronor, vid utgången av år 2009 fanns totalt 238,3 miljoner aktier utstående.

4.1.3.1 Finansiell information Getinge AB

Resultaträkning 2009	MSEK
Årsresultat	1914
Balansräkning 2009	MSEK
Anläggningstillgångar	25162
Omsättningstillgångar	12336
Långfristiga skulder	19330
Kortfristiga skulder	5442
Övriga finansiella information 2009	MSEK
Avskrivningar	1378
Förändringar i rörelsekapital (se bilaga 3)	366
Räntekostnader efter skatt	505

Tabell 4. Information inhämtad från Getinge ABs årsredovisning 2009⁷²

⁷¹ www.getingegroup.com/en/About-Getinge-Group-name/ 2011-04-15

⁷² www.getingegroup.com "Årsredovisning 2009", 2011-04-25

4.1.4 Coloplast A/S

Coloplast A/S är ett globalt medicinteknikföretag, man utvecklar produkter och service inom sina tre affärsområden stomi, urologi- och inkontinens samt sår- och hudvård. Företaget grundades 1957 i Danmark och där finns koncernens huvudkontor. Försäljning av Coloplast A/S produkter sker i 100 länder, produktionen sker runt om i världen dock framförallt i Danmark och Ungern och koncernen har idag 7 000 antal anställda.⁷³ Nettoomsättningen uppgick år 2009 till 9,5 miljarder danska kronor, vid utgången av år 2009 fanns totalt 43 miljoner aktier utstående.

4.1.4.1 Finansiell information Coloplast A/S

Resultaträkning 2009	MSEK
Årsresultat	1512
Balansräkning 2009	MSEK
Anläggningstillgångar	5373
Omsättningstillgångar	4078
Långfristiga skulder	2750
Kortfristiga skulder	2503
Övriga finansiella information 2009	MSEK
Avskrivningar	716
Förändringar i rörelsekapital (se bilaga 4)	50
Räntekostnader efter skatt	107

Tabell 5. Information inhämtad från Coloplast A/S årsredovisning 2009⁷⁴

⁷³ www.coloplast.com/about/pages/aboutcoloplast.aspx 2011-04-15

⁷⁴ www.coloplast.com, "Annual report 2009", 2011-04-15

5 Analys

I detta avsnitt tillämpas de valda värderingsmodellerna på de fyra utvalda företagen.

Information och data är inhämtat från företagens årsredovisningar, vissa antaganden är gjorda som krävs för de beräkningar som dessa värderingsmodeller medför.

5.1 Förutsättningar för beräkningar

För genomförandet av denna studie har vi tagit del av informationen från de utvalda företagens årsredovisningar samt gjort nödvändiga antaganden för att möjliggöra beräkningarna. Dessa antaganden består i att uppskatta tillväxttakten för respektive bransch. Våra antaganden grundar sig, med vissa justeringar, på externa branschanalytikers samt företagens egna prognoser. För företagen inom byggindustrin är den av oss uppskattade tillväxttakten satt till 7 %, företagen inom medicinteknikindustrin beräknas att ha en tillväxttakt på 6 % för de kommande fem åren.

Vi måste även fastställa en tillväxttakt för all framtid alltså den tillväxttakt som tar vid efter prognosperiodens slut. Tillväxttakten för all framtid är svår att prognostisera, men då det allt som oftast sker en stabilisering av tillväxten och denna planar ut i en mognadsfas så uppskattar vi att så är fallet även med de utvalda företagen. Efter prognosperiodens slut och för all framtid använder vi oss utav en tillväxttakt på 5 % för företagen inom byggindustrin och 4 % för företagen inom medicinteknikindustrin. Som vi tidigare nämnt är den riskfria räntan grundad på den 5-åriga statsobligationsräntan, för närvarande på 3,155 %.⁷⁵ Vi har dock avrundat den riskfria räntan till 3.16% för att på så sätt underlätta för våra beräkningar. Ytterligare information behövs för att räkna ägarnas avkastningskrav. För detta behövs förutom den riskfria räntan även en riskpremie och betavärde. Riskpremien, för närvarande på 4,6%, inhämtad från PricewaterhouseCoopers Corporate Finance årliga enkätstudie⁷⁶, används för samtliga fyra utvalda företag. Betavärden som vi använder oss utav för denna studie är individuella för respektive företag och är inhämtade från banker samt analysföretag.

När det gäller substansvärderingsmodellen har inga justeringar av posterna i balansräkningar har genomförts. Beslutet grundar sig på det faktum att vi inte har den insyn som krävs i företagen för att genomföra dessa justeringar.

⁷⁵ www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16740, "Statsobligationer" 2011-03-25

⁷⁶ www.pwc.com, Studie "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" mars 2010, 2011-03-25

5.2 Beräkningar för Skanska

5.2.1 DCF modellen

För att kunna göra en värdering med denna modell behöver vi först och främst räkna fram ägarnas avkastningskrav. Avkastningsvärdet kommer vi sedan använda som diskonteringsränta för att slutligen kunna fastställa företagets nuvärde.

$$\text{Marknadens riskpremie} = (R_m - R_f) = 4,6$$

$$\beta = 1,08^{77}$$

$$R_f = 3,16$$

$$\text{Enligt formel: CAPM } (R_e) = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$$\text{CAPM } (R_e) = 3,16 + 1,08 * 4,6 = 8,128$$

Enligt CAPM blir ägarnas avkastningskrav 8,128 %

Nästa steg i undersökningen är att beräkna det kassaflöde som Skanska har genererat under år 2009. Här använder vi oss utav våra uppskattade tillväxttakter. Vi har även gjort beräkningar gällande företagets förändringar i rörelsekapital, ökningen i lån samt avskrivningar och räntekostnader, se bilaga 1.

Vi beräknar nu fram nuvärdet av det fria kassaflöde för aktieägarna (FKFA) för åren 2009-2014.

$$\text{Enligt formel: } V_a = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FKFA_t}{(1+r_e)^t}$$

Nuvärdet för åren 2009-2014

$$\frac{4646}{1,08128} + \frac{4971}{1,08128^2} + \frac{5319}{1,08128^3} + \frac{5691}{1,08128^4} + \frac{6090}{1,08128^5} = 21039 \text{ MSEK}$$

Efter beräkningen av nuvärdet för åren 2009-2014 måste ett terminalvärde fastställas för år 2014 alltså ett terminalvärde när prognosperioden är över. Här använder vi vår tidigare har vi antagit tillväxttakt för byggbranschen för all framtid på 5% nivå.

⁷⁷ www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=98623 2011-04-25

Terminalvärdet fås på följande sätt:

$$\text{Enligt formel: } \frac{Div5*(1+g)}{R-g}$$

$$\text{Terminalvärde 2014} = \frac{6090*1,05}{0,08128-0,05} = \frac{6395}{0,03128} = 204444 \text{ MSEK}$$

Detta är terminalvärdet för år 2014, det vill säga vad företaget kommer att vara värt om fem år.

Här näst måste vi diskontera terminalvärdet för att slutligen kunna erhålla ett nutida värde.

$$\text{Enligt formel: } \frac{\text{Terminalvärde år 2014}}{(1+r)^T}$$

$$\text{Nutida värde} = \frac{204444}{(1+0,08128)^5} = 138320 \text{ MSEK}$$

Slutligen kan vi summera värdet av det diskonterade kassaflödet eller FKFA och det diskonterade terminalvärdet för att på så sätt få fram Skanskas sammanlagda värde.

Vilket blir: $21039+138320= 159359$ MSEK

Skanskas värde är enligt den diskonterade kassaflödesmodellen 159359 MSEK. Detta värde får vi ställa mot det noterade börsvärdet för Skanska som är ställt till 54503 MSEK, det aktuella börsvärdet är inhämtat från Avanza Bank.⁷⁸

⁷⁸ www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookid=184069 "Skanska B" 2011-04-30

5.2.2 Substansvärdering Skanska

Tillgångar MSEK	BR 2009
Anläggningstillgångar	
Materiella anläggningstillgångar	6303
Goodwill	4363
Övriga immateriella tillgångar	825
Placering i joint ventures och intresseföretag	1537
Finansiella anläggningstillgångar	1042
Uppskjutna skattefordringar	1668
Summa anläggningstillgångar	15738
Omsättningstillgångar	
Omsättningsfastigheter	18610
Material och varulager	835
Finansiella omsättningstillgångar	7474
Skattefordringar	533
Fordringar på beställare av uppdrag enligt entreprenadavtal	5165
Övriga rörelsefordringar	23646
Kassa och bank	9409
Summa omsättningstillgångar	65672
SUMMA TILLGÅNGAR	81410
Skulder	
Långfristiga skulder	5857
Kortfristiga skulder	55096
SUMMA SKULDER	60953

Tabell 6. Information inhämtad från Skanskas årsredovisning 2009⁷⁹

Substansvärde: Tillgångar – Skulder

$$81410 - 60953 = 20457 \text{ MSEK}$$

Skanskas värde enligt substansvärderingen hamnar på 20457 MSEK något vi får ställa mot det noterade börsvärdet för Skanska som är ställt till 54503 MSEK, det aktuella börsvärdet är inhämtat från Avanza Bank.⁸⁰

⁷⁹ www.skanska.se, "Årsredovisning 2009", 2011-04-25

⁸⁰ www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=184069 "Skanska B" 2011-04-30

5.3 Beräkningar för NCC

5.3.1 DCF modellen

Som första steg behöver vi räkna ägarnas avkastningskrav som i fallet med Skanska. Detta ger oss då ett avkastningskrav enligt följande:

$$\text{Marknadens riskpremie} = (R_m - R_f) = 4,6$$

$$\beta = 1,31^{81}$$

$$R_f = 3,16$$

$$\text{Enligt formel: CAPM } (R_e) = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$$\text{CAPM } (R_e) = 3,16 + 1,31 * 4,6 = 9,186$$

Ett avkastningskrav på 9,186 % för ägarna enligt våra beräkningar.

Även här arbetar vi med en tillväxttakt på 7 % för de kommande fem åren. För uträkningar avseende avskrivningar, rörelsekapital samt räntekostnader och ökning i lån se bilaga 2.

Utifrån fritt kassaflöde till aktieägarna beräknar vi nu fram nuvärdet av kassaflödet för NCC för åren 2009-2014.

$$\text{Enligt formel: } V_a = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FKFA_t}{(1+r_e)^t}$$

$$\frac{2578}{1,09186} + \frac{2859}{1,09186^2} + \frac{3059}{1,09186^3} + \frac{3273}{1,09186^4} + \frac{3503}{1,09186^5} = 11669 \text{ MSEK}$$

I nästa moment beräknar vi fram terminalvärdet för sista året efter prognosperioden. Detta blir då värdet av företagets framtida värde. Här arbetar vi återigen med en tillväxttakt för all framtid på 5% .

⁸¹ www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=98623 2011-04-25

Enligt formel $\frac{Div5*(1+g)}{R-g}$

$$\text{Terminalvärde år 2014} = \frac{3503*1,05}{0,09186-0,05} = \frac{3678}{0,04186} = 87864$$

Resultatet representerar NCC framtida värde, alltså vad företaget kommer vara värt om fem år.

Nu diskonterar vi detta framtida värde för att kunna erhålla ett nutida värde för företaget.

Enligt formel: $\frac{\text{Terminalvärde 2014}}{(1+r)^T}$

$$\text{Nutida värde: } \frac{87864}{(1+0,09186)^5} = 56621$$

Slutligen summerar vi det diskonterade kassaflödet med det diskonterade terminalvärdet och får fram NCCs totala värde.

$$\rightarrow 11669+56621 = 68281 \text{ MSEK}$$

NCCs värde är enligt den diskonterade kassaflödesmodellen 68281 MSEK. Detta värde får vi ställa mot det noterade börsvärdet för NCC som är ställt till 17512 MSEK, det aktuella börsvärdet är inhämtat från Avanza Bank.⁸²

⁸² www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.isp?orderbookId=216953 "NCC B" 2011-04-30

5.3.2 Substansvärdering NCC

Tillgångar MSEK	BR 2009
Anläggningstillgångar	
Immateriella anläggningstillgångar	1870
Materiella anläggningstillgångar	2557
Finansiella anläggningstillgångar	1590
Summa anläggningstillgångar	6016
Omsättningstillgångar	
Fastighetsprojekt	2835
Bostadsprojekt	8363
Material och varulager	514
Skattefordringar	200
Kundfordringar	6355
Upparbetade ej fakturerade intäkter	1459
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	844
Övriga fordringar	1272
Kortfristiga placeringar	286
Likvida medel	1831
Summa omsättningstillgångar	29976
SUMMA TILLGÅNGAR	35992
Skulder	
Långfristiga skulder	7250
Kortfristiga skulder	15041
SUMMA SKULDER	22291

Tabell 7. Information inhämtad från NCCs årsredovisning 2009⁸³

Substansvärde: Tillgångar – Skulder

$$35992 - 22291 = 13701 \text{ MSEK}$$

NCCs värde enligt substansvärderingen hamnar på 13701 MSEK, något vi får ställa mot det noterade börsvärdet för NCC som är ställt till 17512 MSEK, det aktuella börsvärdet är inhämtat från Avanza Bank.⁸⁴

⁸³ www.ncc.se, "Årsredovisning 2009", 2011-04-25

⁸⁴ www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=216953 "NCC B" 2011-04-30

5.4 Beräkning Getinge AB

5.4.1 DCF modellen

Här räknar vi fram aktieägarnas avkastningskrav som första steg och erhåller ett avkastningskrav enligt följande:

$$\text{Marknadens riskpremie} = (R_m - R_f) = 4,6$$

$$\beta = 0,76^{85}$$

$$R_f = 3,16$$

$$\text{Enligt formel: CAPM } (R_e) = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$$\text{CAPM } (R_e) = 3,16 + 0,76 * 4,6 = 6,656$$

Enligt beräkningen har Getinge AB ett avkastningskrav på 6,656 %

En tillväxttakt för Getinge AB på 6 % har antagits för de kommande fem åren.

För beräkningar av förändringar i rörelsekapital, ökningarna i lån samt avskrivning och räntekostnader se bilaga 3.

Beräkningar av nuvärdet på kassaflödet för Getinge AB för prognosperioden åren 2009-2014 sker enligt följande.

$$\text{Enligt formel: } V_a = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FKFA}_t}{(1+r_e)^t}$$

$$\frac{705}{1,06656} + \frac{748}{1,06656^2} + \frac{793}{1,06656^3} + \frac{841}{1,06656^4} + \frac{890}{1,06656^5} = 3268 \text{ MSEK}$$

Nu beräknar vi terminalvärdet för Getinge AB efter fem år, detta värde representerar alltså vad företaget kommer vara värt om fem år. Tillväxttakten vi nu använder för beräkningarna är satt till 4 %.

⁸⁵ www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=98623 2011-04-25

Terminalvärdet fås enligt följande:

$$\text{Enligt formel: } \frac{Div5*(1+g)}{R-g}$$

$$\text{Terminalvärde år 2014} = \frac{890*1,04}{0,06656-0,04} = \frac{926}{0,02656} = 34864 \text{ MSEK}$$

Nu diskonteras detta terminalvärde för att kunna erhålla ett nutidvärde för företaget enligt följande:

$$\text{Enligt formel: } \frac{\text{Terminalvärde 2014}}{(1+r)^T}$$

$$\text{Nutida värde: } \frac{34864}{(1+0,06656)^5} = 25259$$

Sista steget gäller att få fram den sammanlagda värdet för Getinge AB, som består av diskonterat FKFA + diskonterat terminalvärde som ger oss ett värde enligt följande:

$$\rightarrow 3268+25259 = 28527 \text{ MSEK}$$

Getinge ABs värde är enligt den diskonterade kassaflödesmodellen 28527MSEK Detta värde får vi ställa mot det noterade börsvärdet för Getinge AB som är ställt till 38274 MSEK, det aktuella börsvärdet är inhämtat från Avanza Bank.⁸⁶

⁸⁶ www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=216088 "Getinge B" 2011-04-30

5.4.2 Substansvärdering Getinge AB

Tillgångar MSEK	BR 2009
Anläggningstillgångar	
Materiella anläggningstillgångar	3674
Immateriella anläggningstillgångar	20353
Finansiella anläggningstillgångar	1135
Summa anläggningstillgångar	25162
Omsättningstillgångar	
Varulager	4156
Kundfordringar	5595
Aktuella skattefordringar	79
Finansiella instrument kortfristigt	307
Övriga fordringar	466
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	344
Likvida medel	1389
Summa omsättningstillgångar	12336
SUMMA TILLGÅNGAR	37498
Skulder	
Långfristiga skulder	19330
Kortfristiga skulder	5442
SUMMA SKULDER	24772

Tabell 8. Information inhämtad från Getinge ABs årsredovisning 2009⁸⁷

Substansvärde: Tillgångar – Skulder

$$37498 - 24772 = 12726 \text{ MSEK}$$

Getinge ABs värde enligt substansvärderingen hamnar på 12726 MSEK, något vi får ställa mot det noterade börsvärdet för Getinge AB som är ställt till 38274 MSEK, det aktuella börsvärdet är inhämtat från Avanza Bank.⁸⁸

⁸⁷ www.getingegroup.com, "Årsredovisning 2009", 2011-04-25

⁸⁸ www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=216088 "Getinge B" 2011-04-30

5.5 Beräkningar för Coloplast A/S

5.5.1 DCF modellen

Beräkningar av ägarnas avkastningskrav som sedan används som diskonteringsränta.

Avkastningskravet blir som följande:

$$\text{Marknadens riskpremie} = (R_m - R_f) = 4,6$$

$$\beta = 0,70^{89}$$

$$R_f = 3,16$$

$$\text{Enligt formel: CAPM } (R_e) = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$$\text{CAPM } (R_e) = 3,16 + 0,7 * 4,6 = 6,38$$

Coloplast A/S avkastningskrav är 6,38 %

I nästa moment beräknas det kassaflöde som Coloplast A/S har genererat under 2009.

Tillväxttakten är satt till 6 % för de kommande fem åren. För beräkningar gällande avskrivningar, förändringar i rörelsekapital samt räntekostnader och ökning av lån se bilaga 4.

Beräkning av nuvärdet för kassaflödet hos Coloplast A/S åren 2009-2014 enligt nedan:

$$\text{Enligt formel: } V_a = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FKFA_t}{(1+r_e)^t}$$

$$\frac{861}{1,0638} + \frac{913}{1,0638^2} + \frac{967}{1,0638^3} + \frac{1025}{1,0638^4} + \frac{1087}{1,0638^5} = 4017 \text{ MSEK}$$

Efter att ha räknat fram nuvärdet för åren 2009-2014 måste ett terminalvärde fastställas för år 2014. En tillväxttakt på 4 % används för all framtid. Terminalvärdet blir enligt följande:

$$\text{Enligt formel: } \frac{Div5*(1+g)}{R-g}$$

⁸⁹ www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=98623 2011-04-25

$$\text{Terminalvärde år 2014} = \frac{1087 \cdot 1,04}{0,0638 - 0,04} = \frac{1130}{0,0238} = 47479 \text{ MSEK}$$

Detta är värdet för Coloplast A/S år 2014.

Vi kan nu erhålla ett nutida värde för Coloplast A/S enligt följande:

$$\text{Enligt formel: } \frac{\text{Terminalvärde 2014}}{(1+r)^T}$$

$$\text{Nutida värde} = \frac{47479}{(1+0,0638)^5} = 34850 \text{ MSEK}$$

I sista steget summeras Coloplast A/S diskonterade FKFA och det diskonterade terminalvärde för att få fram företagets totala värde enligt följande:

$$\rightarrow 4017 + 34850 = 38867 \text{ MSEK}$$

Coloplast A/S värde är enligt den diskonterade kassaflödesmodellen 38867 MSEK. Detta värde får vi ställa mot det noterade börsvärdet för Coloplast A/S som är ställt till 40499 MSEK, det aktuella börsvärdet är inhämtat från Avanza Bank.⁹⁰

⁹⁰ www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=52318 "Coloplast B" 2011-04-30

5.5.2 Substansvärdering Coloplast A/S

Tillgångar MSEK	BR 2009
Anläggningstillgångar	
Materiella anläggningstillgångar	5373
Summa anläggningstillgångar	5373
Omsättningstillgångar	4078
Summa omsättningstillgångar	4078
SUMMA TILLGÅNGAR	9451
Skulder	
Långfristiga skulder	2750
Kortfristiga skulder	2503
SUMMA SKULDER	5223

Tabell 9. Information inhämtad från Coloplast A/S årsredovisning 2009⁹¹

Substansvärde: Tillgångar – Skulder

$$9451 - 5223 = 4228 \text{ MSEK}$$

Coloplast A/S värde enligt substansvärderingen hamnar på 4228 MSEK, något vi får ställa mot det noterade börsvärdet för Coloplast A/S som är ställt till 40499 MSEK, det aktuella börsvärdet är inhämtat från Avanza Bank.⁹²

⁹¹ www.coloplast.com, "Annual report 2009", 2011-04-25

⁹² www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=52318 "Coloplast B" 2011-04-30

6 Diskussion och Slutsats

I detta avsnitt kommer vi se tillbaka på vårt syftet samt den problemformulering som utformats i inledning och kring dessa föra diskussion och dra slutsatser om det resultat som genererats i analysen.

Syftet med uppsatsen är att undersöka och jämföra resultatet i form av företagsvärdet från de analyserade värderingsmodellerna och det noterade börsvärdet. Problemformuleringarna var som följer nedan.

- Hur beräknas ett företagsvärde med de valda värderingsmodellerna?
- Hur skiljer sig resultaten från beräkningarna med det noterade börsvärdet?
- Om skillnader uppstår, vad kan då dessa bero på?

Vårt första mål i problemformuleringen var uppskatta ett företagsvärde med de två utvalda modellerna. Detta är något som vi anser oss ha uppnått genom de steg som återfinns i analysavsnittet. Avsnittet svarar även på den andra frågan i problemformuleringen samt syftet, där målet var att jämföra resultat från beräkningar med det noterade börsvärdet. Vi anser oss också ha uppnått vårt syfte med den tredje frågan i problemformuleringen då diskussion förs samt slutsatser formuleras runt de skillnader som visat sig finnas.

Nedan i tabell 10. presenteras sammanställningen av resultatet från beräkningarna per värderingsmodell och företag samt det aktuella börsvärdet.

MSEK	DCF-modellen	Substansvärdering	Aktuellt börsvärde
Skanska	159359	20457	54503
NCC	68281	13701	17512
Getinge AB	28527	12726	38274
Coloplast A/S	38867	4228	40499

Tabell 10. Sammanställning av resultat från beräkningarna i MSEK.

6.1 Diskonterande kassaflödesmodellen

Som man kan se skiljer sig resultaten från vår värdering, framtagna med DCF modell, kraftigt i jämförelse med de för företagen noterade börsvärdena. Egentligen är det endast för Coloplast A/S som det kalkylerade resultatet och det noterade värdet överensstämmer någorlunda. Både Skanska och NCC visar sig, om dessa beräkningar stämmer, vara påtagligt undervärderade. Medans Getinge AB istället kan anses vara övervärderad.

Resultaten är baserade på de antaganden som gjorts, något som självfallet måste ses som en källa till felbedömning. För studien har vi varit tvungna att uppskatta tillväxttakter både vad gäller före samt efter den aktuella perioden, detta utan erfarenhet och djupare kunskap samt brist på insyn i företagen. Man måste ha i åtanke att tillväxttakter mycket sällan är konstanta, de förändras istället i varierande grad. Felmarginalen ökar ytterligare då vi när det gäller diskonteringsräntan, beräknad via CAPM, genomfört avrundningar till syfte att förenkla kalkylerna. Endast några procentenheters förändring ger stor påverkan på värdet. Vilket betyder att det resultat som framkommit är en förenklad bild skapad av en mycket komplex verklighet.

Man bör beakta att börsvärden påverkas av så mycket mer än bara tillväxt utan det handlar även om psykologi, det allmänna konjunkturläget samt övriga händelser i omvärlden, faktorer som inte alltid går att förutse och som kräver en enorm kunskap för att hantera.

6.2 Substansvärdering

Då substansvärderingsmodellen grundar sig historiska data och inte på framtida avkastning så krävs det egentligen att företaget måste avvecklas, alltså sälja tillgångar och sedan betala sina skulder. Detta för att se det återstående värdet, vilket kan likställas med företagets substansvärde. Med denna utgångspunkt är det självklart svårt för oss att göra värderingar som kan ses som rimliga. En försvårande faktor är också att de medicintekniska företagen innehar immateriella tillgångar som är svåra att värdera, exempelvis patent och forskningsportföljer.

För värderingen av företagen har inte någon justering av tillgångar samt skulder genomförts, vi har på grund av bristande insikt i företagen varit tvungna att se dessa redovisade värden som verkliga värden. Det har det givetvis påverkat vår värdering, men om vi ändå ser till de resultat som framkommit så kan man se att samtliga företag är övervärderade.

6.3 Slutsats

Hur beräknas ett företagsvärde? Svaret på den frågan är ”*det beror på*”. Det beror faktiskt på hur företaget man vill värdera är konstruerat samt hur dess framtid ser ut. Man måste ta hänsyn till en mängd olika omständigheter så som vilken typ av tillgångar företaget har, dess skulder och kapitalstruktur. Om företaget går med vinst vad baseras den vinsten i så fall på. Eller är det så att företaget ska avvecklas och tillgångarna säljas? Allt detta och många fler beståndsdelar är viktiga då olika metoder sätter varierande värde på de olika elementen och bör i och med det påverka vårt val av värderingsmetod. När det gäller resultaten är de motsägelsefulla där företagen, när de värderas enligt DCF-modellen, visar sig vara undervärderade, ser man istället till en värdering i enlighet med till substansvärderingen kan samma företag anses vara övervärderade.

Skillnaderna uppstår dock inte bara på grund av att modellerna värdesätter faktorerna olika, skillnaderna kan även härledas till vem som genomför värderingen. Det krävs en gedigen kunskap om både företaget i sig samt den marknad som företaget verkar på.

7 Uppsatsens kvalitet och trovärdighet.

I det sista kapitlet kommer vi förklara begrepp som reliabilitet och validitet samt granska de källor som använts till uppsatsen.

7.1 Reliabilitet och validitet

När en undersökning görs vill man veta om det som har undersökts är tillförlitligt och trovärdigt. Man behöver veta om studien har god reliabilitet och validitet.

Reliabilitet tillförlighet innebär att mätningen är korrekt gjord.⁹³ Reliabilitet innebär även huruvida resultatet blir detsamma om man genomför undersökningen om igen eller om det påverkas av tillfälliga och slumpmässiga betingelse.⁹⁴ Validitet och trovärdighet innebär att man undersöker det man vill undersöka.⁹⁵ Validitet går ut på huruvida den bedömning om de slutsatser som genererats från en undersökning hänger ihop eller inte.⁹⁶

När det gäller reliabiliteten anser vi att om man genomför samma undersökning kan man möjligtvis få samma resultat, dock under förutsättning att man använder samma värde och antagande som vi gjort inför denna undersökning. Vi är dock införstådda med att dessa resultat kan vara vilseledande då vi varit tvungna att förenkla verkligheten när vi gjort våra antaganden. Självklart blir då undersökningen en aningen ensidig, något som kräver att denna måste ses ur ett kritiskt perspektiv. För att stärka validiteten för denna undersökning har vi utgått ifrån företagets årsredovisningar och på så sätt mätt och undersökt det vi har velat undersöka . Vi anser även att data i form av årsredovisningar ger en relativ hög trovärdighet och ger oss möjligheten att mäta och undersöka det vi angett i vårt syfte.

När det gäller generaliserbarheten för de resultat som framkommit, kan vi även här konstatera att våra egna prognoser är subjektiva och eventuellt inte applicerbara på en hel sektor, det är ju också så att en annan tillväxttakt hade givit oss ett annat resultat.

⁹³ Thuren ,T, " Vetenskapsteori för nybörjare", 2007, Upplaga 2:1, s.26

⁹⁴ Bryman ,A, "Samhällsvetenskapliga metoder" 2007, Upplaga 1.4 , s.43

⁹⁵ Thuren, T, " Vetenskapsteori för nybörjare", 2007, Upplaga 2:1, s.26

⁹⁶ Bryman , A,2007 Upplaga 1:4, s.43

Vi har inte lyckats i våra försök att få kontakt med en till yrket professionell analytiker eller revisor, någon som kunde givit oss en guidad tur eller insikt i hur företagsvärdering fungerar i verkliga livet. Bristen på erfarenhet samt djupare kunskaper i ämnet påverkar sannolikt våra resultat samt de slutsatser som vi dragit från dessa. Så fastän undersökningen genomfördes korrekt går det inte att generalisera, dock menar vi att resultaten kan skapa intressanta diskussioner.

7.2 Källkritik

En kvalitativ undersökning med förkommande intervjuer med värderingsmän eller revisorer för respektive företag alternativt fristående analytiker, hade säkerligen givit en ytterligare dimension till undersökningen. Den kvalitativa undersökningsmetoden valdes dock bort relativt tidigt eftersom vi inte ville att enskilda intervjuobjekts åsikter samt värderingar skulle avspeglas i arbetet.

Det finns ett antal källkritiska kriterier att utgå från som stöd i en bedömning. Samtidskrav⁹⁷ visar på värdet av aktuell information, man bör alltså var försiktigt med att använda allt för ålderstigen information. Då de årsredovisningar som används är från år 2009 anser vi att detta krav är taget i beaktande. I och med att årsredovisningar används och att dessa är hämtade direkt från respektive företags så anser vi att krav så som tendenskritik⁹⁸ samt beroendekritik⁹⁹ uppfylls. Dessa kriterier talar om vikten av att granska uppgiftslämnarens intressen samt källornas inbördes beroende, detta för att inte använda sig av partiska källor och kunna lita på källans ursprung.

Vi är av den uppfattningen att material från årsredovisningar ska anses som trovärdiga då dessa granskas av godkända och auktoriserade revisorer.

⁹⁷ Eriksson, L T & Wiedersheim-Paul, F, 2008. Rapportboken, s. 54-55.

⁹⁸ Ibid

⁹⁹ Ibid

Källförteckning

Tryckt litteratur

- Bryman A.** (2007) Samhällsvetenskapliga metoder, upplaga 4, Malmö: Liber AB
- Eriksson L T. & Wiedersheim-Paul F** (2008), Rapportboken, Malmö: Liber AB
- Gröjer J-E.** (2002), Grundläggande redovisningsteori, upplaga 5, Lund: Studentlitteratur
- Hansson B. & Högfeldt P.** (1988) Finansiell ekonomi: Tre grundläggande principer, Ekonomisk Debatt, Nr 8
- Hendriksen ES.** (1970) Accounting theory: Homewood III
- Hägg C.** (1991) Företagsvärdering, Lund: Studentlitteratur
- Hägg C.** (1989) Värdering av aktier, Lund: Studentlitteratur
- Jacobsen D.I.** (2002) Vad, hur och varför?, Lund: Studentlitteratur
- Johansson G.** (1998) Företaget utifrån och inifrån – värderingsmässiga aspekter, Lund: Studentlitteratur.
- Larsson Claes-Göran.** (2008) Företagets Finanser, Lund: Studentlitteratur
- Lintner J.** (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, Review of Economics and Statistics
- Lundén B. & Ohlsson G.** (2007) Värdering av företag: Praktisk handbok, Björn Lundén Information AB
- Nilsson H., Martikainen T., Isaksson A.** (2002) Företagsvärdering med fundamental analys, Lund: Studentlitteratur
- Patel R. Davidson B.** (2003) Forskningsmetodikens grunder, upplaga 3, Lund: Studentlitteratur
- Sharpe W.** (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, Journal of Finance
- Thuren T.** (2007) Vetenskapsteori för nybörjare, upplaga 2, Malmö: Liber AB

Elektronisk litteratur

AktieSkolan, hämtad från: www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-dig-allt-om-aktiehandel/aktieskola/hur-bolagen-klassificeras/index.htm (2011-04-26)

Betavärde Coloplast, hämtad från:

www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=98623 (2011-04-25)

Betavärde Getinge, hämtad från:

www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=98623 (2011-04-25)

Betavärde NCC, hämtad från:

www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=98623 (2011-04-25)

Betavärden Skanska, hämtad från:

www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=98623 (2011-04-25)

Börsvärde Coloplast, hämtad från:

www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=52318 (2011-04-30)

Börsvärde Getinge, hämtad från:

www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=216088 (2011-04-30)

Börsvärde NCC, hämtad från:

www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=216953 (2011-04-30)

Börsvärde Skanska, hämtad från:

www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=184069 (2011-04-30)

Coloplast A/S Information, hämtad från:

www.coloplast.com/about/pages/aboutcoloplast.aspx (2011-04-15)

Getinge AB Information, hämtad från: www.getingegroup.com/en/About-Getinge-Group-name/ (2011-04-15)

Konjunkturbarometern Företag, hämtad från:

www.scb.se/Pages/TableAndChart____64174.aspx (2011-04-26)

NCC Information, hämtad från: www.ncc.se/sv/OM-NCC/NCC-koncernen (2011-03-28)

Riskpremien på den svenska aktiemarknaden mars 2010, hämtad från:

www.pwc.com/se/riskpremiestudien (2011-03-25)

Skanska Information, hämtad från: www.skanska.se/sv/om-skanska/ (2011-03-28)

Statsobligationer, hämtad från: www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16740 (2011-03-25)

Årsredovisning Coloplast A/S 2009, hämtad från:

www.coloplast.com/about/investorrelations/annualreports/pages/default.aspx (2011-04-15)

Årsredovisning Getinge AB 2009, hämtad från: www.getingegroup.com/en/Investors/Annual-Reports/ (2011-04-25)

Årsredovisning NCC 2009, hämtad från: www.ncc.se/sv/OM-NCC/Investor-relations/Arsredovisningar/ (2011-04-03)

Årsredovisning Skanska 2009, hämtad från:

www.skanska.com/sv/Finansiellt/Rapporter/Arsredovisningar/ (2011-03-28)

Bilaga 1 – Skanska

Beräkning av FKFA- Fritt kassaflöde till aktieägarna

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsättning	136803	146379	156626	167590	17934	191873
Nettoresultat	3628	3882	4154	4445	4756	5089
Avskrivningar	1501	1606	1718	1838	1967	2105
Förändringar i rörelsekapital	-252	-270	-289	-309	-331	-354
Räntekostnad efter skatt	169	181	194	208	223	239
Rörelsegenererat kassaflöde	5046	5399	5777	6182	6615	7079
Investering i anläggningstillgångar	- 1283	-1373	-1469	-1572	-1682	-1800
FKFF	3763	4026	4308	4610	4933	5279
Ökning Lån	749	801	857	917	981	1050
Räntekostnad efter skatt	- 169	- 181	- 194	- 208	- 223	- 239
FKFA	4343	4646	4971	5319	5691	6090

Beräkningarna sker i enlighet med tabell 1 och beloppen är MSEK

<p>Sum. förändringar rörelsekapital: - 252</p> <p>Varulager: $835 - 901 = 66$</p> <p>Kundfordringar: $1844 + 922 - 64 = 2702$</p> <p>Leverantörsskulder : $-2 - 1490 = -1492$</p> <p>Likvida medel: $9409 - 7881 = -1528$</p> <p>Räntekostnader:</p> <p>$- 319 + 90 = - 229 \rightarrow -229 * 0,737 = -169$</p>	<p>Investering anläggningstillgångar:</p> <p>$15738 - 15956 = -218 \rightarrow -218 + 1501 = 1283$</p> <p>Ökning lån:</p> <p>$3586 - 2837 = 749$</p>
---	--

Bilaga 2 – NCC

Beräkning av FKFA- Fritt kassaflöde till aktieägarna

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsättning	51817	55444	59325	63478	67921	72675
Nettoresultat	1262	1350	1546	1654	1770	1894
Avskrivningar	573	613	656	702	751	804
Förändringar i rörelsekapital	765	817	874	935	1000	1070
Räntekostnad efter skatt	347	371	397	425	455	487
Rörelsegenererat kassaflöde	2947	3153	3475	3718	3979	4258
Investering i anläggningstillgångar	- 450	- 482	- 516	- 552	- 591	- 632
FKFF	2497	2671	2959	3166	3388	3626
Ökning Lån	260	278	297	318	340	364
Räntekostnad efter skatt	- 347	- 371	- 397	- 425	- 455	- 487
FKFA	2410	2578	2859	3059	3273	3503

Beräkningarna sker i enlighet med tabell 1 och beloppen är MSEK

<p>Sum. förändringar rörelsekapital: 765</p> <p>Varulager: $514 - 624 = 110$</p> <p>Kundfordringar: $6355 - 7820 = 1465$</p> <p>Leverantörsskulder: $3445 - 4356 = -811$</p> <p>Likvida medel: $1831 - 1832 = 1$</p> <p>Räntekostnader:</p> <p>$- 473 * 0,737 = -347$</p>	<p>Investering anläggningstillgångar:</p> <p>$6016 - 6139 = -123 \rightarrow -123 + 573 = 450$</p> <p>Ökning lån:</p> <p>$4209 - 3949 = 260$</p>
--	--

Bilaga 3 – Getinge AB

Beräkning av FKFA- Fritt kassaflöde till aktieägarna

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsättning	22816	24185	25636	27174	28804	30532
Nettoresultat	1914	2029	2151	2280	2417	2562
Avskrivningar	1378	1461	1549	1642	1741	1844
Förändringar i rörelsekapital	366	388	411	436	462	490
Räntekostnad efter skatt	505	535	567	601	637	675
Rörelsegenererat kassaflöde	4163	4413	4678	4959	5257	5571
Investering i anläggningstillgångar	- 6154	- 6523	- 6914	- 7329	- 7769	- 8235
FKFF	- 1991	- 2110	- 2236	- 2370	- 2512	- 2664
Ökning Lån	3161	3351	3552	3764	3990	4229
Räntekostnad efter skatt	- 505	- 535	- 567	- 601	- 637	- 675
FKFA	665	705	748	793	841	890

Beräkningarna sker i enlighet med tabell 1. och beloppen är MSEK

<p>Sum. förändringar rörelsekapital: 366</p> <p>Varulager: $4156 - 4015 = -141$</p> <p>Kundfordringar: $5595 - 6087 = 492$</p> <p>Leverantörsskulder: $1595 - 1697 = -102$</p> <p>Kassa och bank: $1389 - 1506 = 117$</p> <p>Räntekostnader:</p> <p>$- 685 * 0,737 = -505$</p>	<p>Investering anläggningstillgångar:</p> <p>$25162 - 20386 = 4776 \rightarrow 4776 + 1378 = 6154$</p> <p>Ökning lån:</p> <p>$17410 - 14249 = 3161$</p>
---	---

Bilaga 4 – Coloplast A/S

Beräkning av FKFA- Fritt kassaflöde till aktieägarna

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Omsättning	11599	12295	13033	13815	14644	15523
Nettoreultat	1512	1603	1699	1801	1909	2024
Avskrivningar	716	759	805	853	904	958
Förändringar i rörelsekapital	50	53	56	59	63	67
Räntekostnad efter skatt	108	114	121	128	136	144
Rörelsegenererat kassaflöde	2386	2529	2681	2841	3012	3193
Investering i anläggningstillgångar	- 502	- 532	- 564	- 598	- 634	- 672
FKFF	1884	1997	2117	2243	2378	2521
Ökning Lån	- 964	- 1022	- 1083	- 1148	- 1217	- 1290
Räntekostnad efter skatt	- 108	- 114	- 121	- 128	- 136	- 144
FKFA	812	861	913	967	1025	1087

Beräkningarna sker i enlighet med tabell 1. och beloppen är MSEK

<p>Sum. förändringar rörelsekapital: 50</p> <p>Varulager: $1666 - 1199 = 33$</p> <p>Kundfordring: $2063 - 1861 = -202$</p> <p>Leverantörsskulder: $553 - 521 = 32$</p> <p>Kassa och bank: $578 - 765 = 187$</p> <p>Räntekostnader:</p> <p>$146 * 0,737 = 108$</p>	<p>Investering anläggningstillgångar:</p> <p>$5373 - 5587 = -214 \rightarrow -214 + 716 = 502$</p> <p>Ökning lån:</p> <p>$2323 - 3287 = -964$</p>
--	---

