

Södertörns högskola  
Institutionen för Ekonomi och Företagande  
Kandidatuppsats 10 poäng  
Handledare: Hans Richter  
Höstterminen 2006

**södertörns**  
högskola

---

UNIVERSITY COLLEGE

---

**Socially Responsible Investing**  
**i jämförelse**  
**med Fundamental analys**  
*- En aktieanalys av fyra börsföretag*

Ann-Sofi Gaverstedt

## Innehållsförteckning

<b>Inledning</b> .....	<b>1</b>
Bakgrund: Aktievärdering med Fundamental analys och SRI-analys .....	1
Problembeskrivning .....	2
Problemformulering.....	3
Syfte.....	3
Avgränsningar.....	4
<b>Metod</b> .....	<b>5</b>
Metodansats .....	5
Metodtriangulering.....	6
Induktion och deduktion.....	6
Forskningsstrategi/Metod för datainsamling.....	7
Data/empiri.....	7
Intervju .....	8
Reliabilitet och validitet .....	10
<b>Teori och perspektiv</b> .....	<b>12</b>
Teoridiskussion .....	12
Teorin om den effektiva marknaden.....	12
Svag form av effektivitet.....	13
Medelstark form av effektivitet.....	13
Stark form av effektivitet .....	13
Bevis för och emot EMT .....	14
Fundamental analys.....	15
<b>Steg 1: Strategisk analys</b> .....	<b>16</b>
Steg 2: Redovisningsanalys.....	19
Steg 3: Finansiell analys.....	20
Steg 4: Prognos (Proforma).....	20
Steg 5: Värdering baserad på förväntat kassaflöde diskonterat till nuvärde .....	22
Indirekt och direkt värdering.....	23
Beräkning av diskonteringsräntan — CAPM och WACC.....	23
Kritik mot Fundamental analys .....	25
<b>Beskrivning SRI-analys</b> .....	<b>27</b>
Steg 1: Omvärldsanalys- Trender och risker utifrån ett socialt- ekonomiskt- och ett miljöperspektiv.....	28
Steg 2: Hållbar Företagsanalys.....	32
Steg 3: Företagsvärdering.....	35
Hållbara kriteriers påverkan på resultat- och balansräkningen .....	36
Hållbara kriteriers påverkan på WACC och Tillväxt.....	37

Resultat och analys av företagsvärderingarna .....	39
SRI-värdet ger ett annat värde än det Fundamentala värdet .....	39
Det Fundamentala aktievärdet ligger närmast börspriset .....	40
Känslighetsanalys .....	41
Känslighetsanalys av värderingarna .....	41
Marknaden värderar inte all tillgänglig information .....	42
Marknaden reflekterar inte en Fundamental analys .....	44
Fundamental analys och hållbarhetskriterier .....	44
Den Fundamentala analysen har brister .....	45
Resultatet Skapar förståelse för investerares låga tilltro till SRI .....	45

Slutsatser: Socially Responsible Investing i jämförelse med Fundamental analys .....	46
--	----

Avslutande diskussion — hur ska SRI-värden bedömas? .....	48
---	----

Källförteckning .....	50
Litteratur .....	50
Artiklar .....	50
Elektroniska källor .....	50
Muntliga källor .....	51
Årsredovisningar, kvartalsrapporter och information om SRI-modeller .....	51
Figurförteckning .....	52

Bilaga 1: Intervjufrågor

Bilaga 2: Lundin Petroleum Fundamental analys

Bilaga 3: Lundin Petroleum SRI-analys

Bilaga 4: Statoil Fundamental analys

Bilaga 5: Statoil SRI-analys

Bilaga 6: WM-data Fundamental analys

Bilaga 7: WM-data SRI-analys

Bilaga 8: TietoEnator Fundamental analys

Bilaga 9: Tieto Enator SRI-analys

Bilaga 10: Känslighetsanalys Fundamental

Bilaga 11: Känslighetsanalys SRI

# Sammanfattning

## *Problemformulering*

En del studier visar att det finns ett signifikant statistiskt samband mellan hur ett företag hanterar miljömässiga och sociala risker och dess avkastning. Därför ifrågasätter vissa forskare och finansiella aktörer de traditionella aktievärderingar som inte bedömer de miljömässiga och sociala faktorerna. En av de vanligaste värderingsmetoderna är den Fundamentala, vilken främst utgår från att värdera den ekonomiska information som ett företag publicerar. Det finns en värderingsmodell som gör det möjligt att bedöma de sociala och miljömässiga på samma sätt som de finansiella i en Fundamental analys. Den brukar benämnas Socially Responsible Investing (SRI).

## *Frågeställning och syfte*

Om den Fundamentala analysen inte värderar de sociala och miljömässiga kriterierna innebär det att värderingen av aktien inte är helt komplett. Det kan även innebära att vissa branscher missgynnas. Huvudfrågan är därför om en SRI-värdering ger ett annat värde på aktien än den Fundamentala analysen. Och om SRI-analysen ger ett aktievärde som stämmer bättre överens med börsvärdet? Eller är det den Fundamentala analysen som bättre stämmer överens med börsvärdet? För att kunna besvara detta genomfördes en jämförande studie av en Fundamental analys och en SRI-analys av fyra börsföretag.

## *Metod och teori*

För att undersökningen skulle bli möjlig togs en SRI-modell fram. Resultatet tolkades utifrån Teorin om den effektiva marknaden samt perspektiven Fundamental analys och SRI-analys.

## *De mest intressanta slutsatserna*

- *SRI-värderingarna gav ett annat värde på aktien än den Fundamentala analysen.*
- *Den Fundamentala analysens aktievärde stämde bättre överens med börsvärdet.*  
Det som är värt att notera är att resultatet visar att den Fundamentala analysen gav ett högre aktievärde åt de företag som är bra på att integrera de sociala och miljömässiga faktorerna i affärsverksamheten i jämförelse med börspiset.
- *Marknaden värderar inte all tillgänglig information.*  
Marknaden bedömer inte de miljömässiga och sociala värdena av ett företag.
- *Missgynnas särskilda branscher som t.ex. miljötekniksektorn?*  
Utifrån det presenterade resultatet kan jag inte uttala mig om att företag i vissa branscher missgynnas. Företag som verkar i miljöteknikbranschen behöver ju inte vara socialt och miljömässigt effektiva. Det som går att säga är att företag som har minimerat risker och utmaningar som de identifierade trenderna innebär värderas inte efter dessa faktorer.
- *Resultatet skapar förståelse för investerares låga tilltro till SRI.*  
Ett flertal finansiella aktörer anser att ett företags SRI-arbete påverkar avkastningen negativt. Denna åsikt är förståelig eftersom börsvärdet på de företag som har lyckats med SRI är lägre i jämförelse med det Fundamentala värdet på aktien och börsvärdet för samma aktie.

# Inledning

## **Bakgrund: Aktievärdering med Fundamental analys och SRI-analys**

En av de vanligaste modellerna för aktievärdering är den s.k. Fundamentala analysen. Den används för att värdera en akties grundläggande värde efter den information som är tillgänglig för allmänheten. Den information som har störst betydelse för värderingen är den redovisningsinformation som företaget presenterar.<sup>1</sup> Analysmodellen är uppbyggd efter fem steg; strategisk analys, redovisningsanalys, finansiell analys, prognostisering samt värdering.<sup>2</sup>

En del forskare och aktörer på den finansiella marknaden anser att den Fundamentala modellen för aktievärdering har brister. Finansanalytikerna använder inte tillräckligt med kriterier i de olika stegen av värderingen för att den ska kunna ge ett korrekt värde på företagets aktie. Detta kan verifieras menar de med den skillnad som uppkommer mellan aktiepriset som en traditionell Fundamental analys visar och en akties pris på börsen.<sup>3</sup> Forskarna och aktörerna anser därför att det i värderingen av ett företag bör finnas med fler kriterier än vad som brukar finnas med i en Fundamental värdering.<sup>4</sup> Sveriges Finansanalytiker Förening anser att ett aktievärde inte enbart kan bedömas efter de ekonomiska och finansiella värden som företaget presenterar. Bedömningen bör även göras av företagets ansvar för hållbar utveckling.<sup>5</sup> Exempel på detta är hur företaget förhåller sig till miljökrav, energi- och klimatfrågor, kemikaliefrågor, och utlokalisering av egen produktion i världen eller till underleverantörer.<sup>6</sup> Sveriges Forum för Hållbara Investeringar (SWESIF) anger att investeringar bör även innehålla en bedömning av miljöhänsyn, etik, mänskliga rättigheter, sociala och/eller arbetsrättsfrågor.<sup>7</sup>

En utökad analys som innehåller de ovan nämnda värdena utöver de rent finansiella brukar benämnas för en Hållbar analys eller en s.k. SRI-analys (Social Responsible Investment). I ett flertal studier har begreppet SRI ändrats till RI (Responsible Investment) för att tydliggöra att analysen inte enbart utgår från ett finansiellt och ett socialt perspektiv utan även ett miljömässigt perspektiv. Det finns olika former av SRI-modeller. Den modell som används av en av världens främsta SRI-investerare Sustainable Asset Management (SAM) är uppdelad i tre steg. Det första steget består av en **Omvärldsanalys**, vilket innebär att trender och risker utifrån ett socialt- ekonomiskt- och ett miljöperspektiv identifieras. Dessa trender och risker ligger till grund för de två resterande stegen. Det andra steget; **Hållbar Företagsanalys**, innebär att företaget bedöms huruvida de kommer att lyckas möta de ovan identifierade trenderna och riskerna. Företagen bedöms efter uppställda sociala, miljömässiga och finansiella kriterier. Steg tre består av **Företagsvärderingen**, vilket i sin struktur liknar en Fundamental analys. Den är uppdelad i en Finansiell analys, Redovisningsanalys,

---

<sup>1</sup> Nilsson m.fl. *Företagsvärdering med fundamental analys*, 2002, sid. 1-20

<sup>2</sup> Palepu m.fl., *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*, 2004, sid. 9-5

<sup>3</sup> O'Loughling m.fl. *Enhanced analytics for a new generation of Investors. How the Investment Industry can Use Extra-Financial Factors in Investing*, 2006, sid. 17. Även på intervjun med SAM 2006-12-06 bekräftas att det finns en skillnad mellan börsvärdet och värdet enligt en Fundamental analys.

<sup>4</sup> O'Loughling m.fl. 2006, sid. 17

<sup>5</sup> Begreppet hållbar utveckling har sitt ursprung i Bruntlandrapporten som presenterades av FN 1987. Hållbar utveckling innebär en utveckling som tillgodoser dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillgodose sina behov.

<sup>6</sup> <http://dagensmiljo.idg.se>. *Finansanalytiker kräver bättre information om miljöskulder*, 2006-01-10

<sup>7</sup> <http://www.swesif.org>. 2006-09-01

Kvantifiering av finansiella och hållbara kriterier, Prognos/proforma och till slut själva värderingen.

Det som skiljer de två värderingsmodellerna åt är främst frågan om vad en akties värde består av. SRI-perspektivet anser att värdet på en aktie består av finansiella, miljömässiga och sociala faktorer. Den Fundamentala analysen tar enbart en begränsad hänsyn till de två sistnämnda värdena för att kunna få fram ett pris på aktien. Ett annat perspektiv på en akties värde har är anhängare av teorin om den effektiva marknaden. Enligt detta synsätt är värdet på aktien det pris som anges på börsen. Värdet bestäms av vad marknaden (investerarna) är villiga att betala för aktien. Investerarens betalningsvilja är baserad på den värdering som denne har gjort utifrån tillgänglig information. Det enda som förändrar marknaden och därmed priset är ny information från företaget. Priset korrigeras till en nivå som reflekterar all tillgänglig information.<sup>8</sup> Ett flertal studier visar att börspriserna i hög grad reflekterar det beräknade värdet i en Fundamental analys. En del teoretiker anser att det är ett av bevisen för att det råder en effektiv marknad. Andra hävdar att priset inte helt reflekterar den information som skulle kunna samlas in från allmänt tillgänglig information. Utan att det finns ett glapp mellan börspriset på aktien och det värde som aktien har om all tillgänglig information studeras.<sup>9</sup>

## **Problembeskrivning**

I Sverige är det ett fåtal svenska privata och offentliga finansiella institutioner som har utökat bedömningskriterierna för ett företags värde.<sup>10</sup> Det är ofta den traditionella Fundamentala analysen som används, vilken baseras främst på ekonomiska antaganden.<sup>11</sup> Ur ett internationellt perspektiv finns det ett flertal aktörer som investerar efter en SRI-modell. Det gäller både investerare för onoterade företag i tidiga skeden och i börsnoterade företag. I Sverige är det t.ex. enbart fem (5) procent av pensionskapitalet som är förvaltad enligt SRI. Anledningen till att de svenska investerarna inte investerar enligt SRI kan antingen tolkas som att de svenska investerarna inte har den kunskapen som krävs för att se möjligheterna i dessa investeringar. En annan anledning kan vara att de inte anser att en SRI-analys tillför något till värderingen av aktien. Andra hävdar att det inte görs några investeringar i denna typ av företag för att riskkapitalister är skeptiska mot de företag som får bra värden i en SRI-analys.<sup>12</sup> Enligt Magnus Emfel i tidningen Dagens miljö beror många invändningar mot SRI-investeringar på bristande kunskaper.<sup>13</sup>

Oavsett vilken förklaring som finns till att svenska investerare inte använder SRI så kan de uteblivna investeringarna innebära ett problem för Sveriges fortsatta ekonomiska tillväxt och samhällsutveckling. Det kan redan ha resulterat i den klyfta som finns mellan Sveriges investorer och de företag som skulle vinna på om investerarna gjorde en SRI-analys. En del studier visar att företag i vissa branscher får ett bättre värde vid en SRI-analys än vid en traditionell Fundamental analys. Exempel på ett sådant företag är Toyota. Utifrån en värdering där de sociala och miljömässiga kriterierna även bedöms får aktien ett högre värde än vad som är fallet vid en traditionell värdering.<sup>14</sup> En av Sveriges viktigaste export- och

---

<sup>8</sup> <http://www.geocities.com/themarketclassroom/content2.html> 2006-10-15

<sup>9</sup> Palepu m.fl., 2004, sid. 9-2-9-4

<sup>10</sup> Exempel på statliga aktörer är NUTEK och Vinnova. Privata aktörer är Robur och Banco.

<sup>11</sup> Palepu m.fl. 2004, sid. 9-5. Den andra huvudsakliga värderingsmodellen är Tekniska Analys.

<sup>12</sup> Dagens Miljö, Hamilton m.fl., 2006, sid. 6

<sup>13</sup> Dagens Miljö, Emfel, 2006, sid. 4

<sup>14</sup> SAM, *Sustainable Asset Management Investment Process, Investing in Sustainability*, November 2006. En Figur för detta finns i stycket *Hur påverkar klimatförändringarna aktievärderingen?*

tillväxtbranscher lider hårt av de miljömässiga och sociala faktorerna inte bedöms och det är miljöteknikbranschen och företagen som är verksamma och satsar på förnyelsebar energi. Få investerare har ens någon uppföljning av dessa branscher.<sup>15</sup> Enligt Emfel är utländska investerare mycket bättre på att se potentialen i branscher som bidrar till en hållbar utveckling. Exempel på detta är ett kinesiskt bolag som under 2006 gjort en miljardinvestering i bioenergiproduktion i Sveg och ett flertal europeiska investerare ser Sverige som en intressant marknad för hållbara investeringar.<sup>16</sup> De amerikanska riskkapitalisterna letar t.o.m. efter svenska företag inom miljötekniksektorn.<sup>17</sup> I USA är trenden tydlig, under andra kvartalet 2006 blev Miljöteknik det tredje största investeringsområdet för riskkapitalister och passerade därmed tidigare prioriterade investeringsområden som Telecom och Informationsteknik.<sup>18</sup>

En annan aspekt på att en Fundamental analys inte värderar företagets hänsyn till miljömässiga och sociala krav är att många studier visar på att det finns ett statistiskt samband mellan hur ett företag hanterar miljömässiga och sociala risker och dess avkastning. Exempel på detta är en holländsk studie som publicerades 2005 av världens 1 000 största företag, mätt i börsvärde under fem år. Sambandet mellan miljörisk och avkastning visar sig vara signifikant. Den mer ”hållbara” portföljen gav en 3,3 procent högre avkastning än jämförelseportföljen.<sup>19</sup> Ett exempel på hur miljökriterier kan påverka värdet av ett företag är British Petroleum (BP). 1998 påbörjade de ett arbete för att minska verksamhetens koldioxidutsläpp. En förändring som infördes var att ledningens prestation bedömdes efter hur de lyckades minska utsläppen. Resultatet blev ett internt handelssystem för koldioxidutsläpp. Den finansiella vinsten efter tre år blev en kostnadsbesparing på 650 MUSD.<sup>20</sup> Detta exempel visar att om inte aktieanalytikerna beaktar alla kända kriterier i värderingen av företaget bör värderingen på aktien inte vara korrekt.

## **Problemformulering**

Utifrån diskussionen ovan går det därför att ifrågasätta den Fundamentala analysen för aktievärdering. Om den Fundamentala analysen inte värderar de sociala och miljömässiga kriterierna innebär det att värderingen av aktien inte är helt komplett. Det kan ju även innebära att vissa branscher missgynnas. Huvudfrågan är därför om en SRI-värdering ger ett annat värde på aktien än den Fundamentala analysen. Och om SRI-analysen ger ett aktievärde som stämmer bättre överens med börsvärdet? Eller är det den Fundamentala analysen som bättre stämmer överens med börsvärdet?

## **Syfte**

Syftet med uppsatsen är därför att genomföra en jämförande studie av en Fundamental analys och en SRI-analys av fyra börsföretag.

---

<sup>15</sup> Dagens Miljö, Emfel, 2006, sid. 4

<sup>16</sup> Dagens Miljö, Emfel, 2006, sid. 4

<sup>17</sup> Dagens Miljö, Bengtsson, *Sverige behöver nya riskkapitalister*, Nummer 10, 2006, sista sidan

<sup>18</sup> Dagens Miljö, Hamilton m.fl, *Vår rapport visar hur miljöteknik blir lönsam*, Nummer 9, 2006 sid. 6. Enligt samtal med Stefan Henningson på NUTEKs avdelning för Hållbart företagande den 6 december 2006 investeras totalt 15 procent av alla amerikanska riskkapitalinvesteringar i Miljöteknikföretag.

<sup>19</sup> Dagens Miljö, Larsson, *Money Talks*, 2006, sid. 2

<sup>20</sup> <http://www.uksif.org/Z/Z/Z/lib/2005/files/06/tr-ifatk/UKSIF-IFAtk-TechGuide.pdf>, 2006-12-05. En mer detaljerad bild på hur de sociala- och miljömässiga kriterierna påverkar värdet på aktien presenteras i avsnittet *Socially Responsible Investment* i stycket *Hur påverkar klimatförändringarna aktievärderingen?*

## **Avgränsningar**

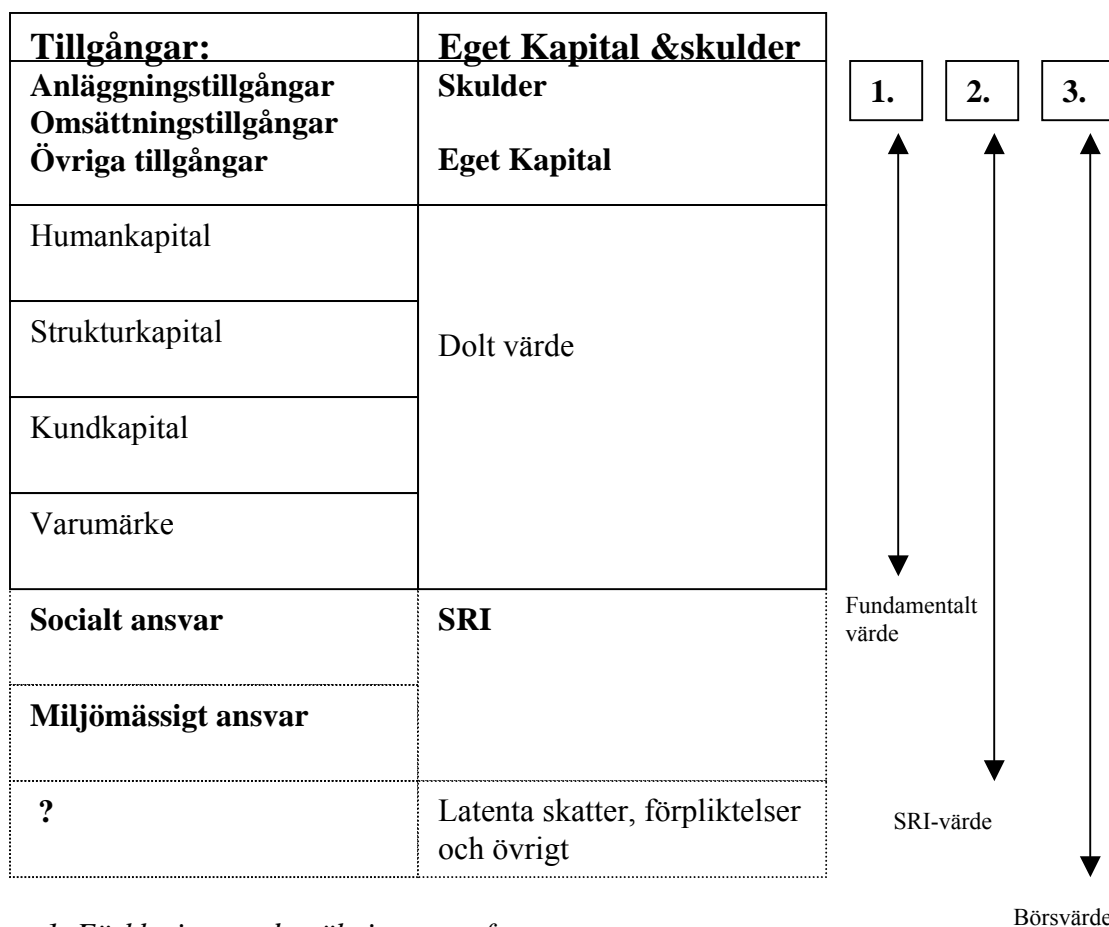
Den första avgränsning som har gjorts i detta arbete är att det är enbart Fundamental analys och SRI-analys som studerats. Det finns andra värderingsmetoder som skulle kunna ge ett värde på aktien som överensstämmer med aktiens pris på börsen. De slutsatser som har gjorts är dock enbart baserade på resultatet av en jämförelse mellan en Fundamental metod och en SRI-metod. Det skulle även gå att hitta förklaringar till varför det finns en skillnad mellan en akties pris och värdet enligt teorin om en beteendemässigt styrd aktiemarknad. Den har även valts bort för att kunna fokusera på enbart de två angivna modellerna.

En tänkbar frågeställning som skulle kunna ha ingått i detta arbete är frågan om vad som är ett korrekt värde på ett företags aktie. Istället utgår arbetet från teorin om den effektiva marknaden, vilken hävdar att priset på aktien på börsen är det korrekta värdet. Kritikerna mot denna teori är många. Det vore intressant att pröva teorin om börsen som en perfekt marknad i jämförelse med resultatet som denna studie visar och andra teorier som anser att det inte finns någon effektiv marknad. Slutsatserna i denna uppsats är dock baserade på att börspriset på aktien är det korrekta.

I uppsatsens empiriska del har fyra börsbolag studerats utifrån deras ackumulerade värde per den sista september 2006. Slutsatserna är enbart baserade på resultatet av värderingen av dessa fyra företag. Det vore dock intressant att göra värderingar av onoterade bolag men det är svårt att få ett "korrekt" värde att jämföra med. Det är ett enkelt tillvägagångssätt att använda börsvärdet i en jämförelse.

## Metod

För att få en tydligare bild av undersökningens syfte har jag tagit fram en figur, se nedan. Ett företags värde enligt en Fundamental analys anses bestå av Eget kapital och Dolda värden, se linje 1. En SRI-analys (linje 2) värderar även företags sociala och miljömässiga hänsyn. Priset på aktien på börsen brukar anses bestå av den information som är allmänt tillgänglig om företaget, se linje 3. Det jag ska undersöka är om priset på aktien på börsen, linje 3, bäst stämmer överens med värdet på linje 1 eller 2, dvs. med ett värde beräknat av en Fundamental analys eller värdet beräknat utifrån en SRI-analys.



Figur 1. Förklaring undersökningens syfte

## Metodansats

En utgångspunkt för uppsatsen har varit min egen bakgrund. Jag har i ett flertal år arbetat med att ta fram bedömningskriterier utöver de finansiella för företagsvärdering. Vikten av att bedöma helheten av företaget har alltid varit dominerande. Det har varit så självklart för mig att investeringsbedömningar borde göras utifrån en helhetsbedömning av företaget. Därför har det tagit en tid för mig att inse att aktievärdering görs utifrån en analys där de sociala och miljömässiga kriterierna oftast inte tar så stor del och att det enligt vissa teorier inte alls behöver tas med i bedömningen. Trots denna insikt utgår mitt perspektiv i uppsatsen från att en företagsvärdering bör lägga ned lika mycket tid på en värdering av de sociala, miljömässiga finansiella som de finansiella värdena. Vad denna teori innebär beskrivs utförligt i teoriavsnittet i stycket *Socially Responsible Investments (SRI)*.

Uppsatsen har först och främst genomförts genom en metodtriangulering, dvs. en kombination av en kvalitativ och en kvantitativ studie. En annan metod som undersökningen är baserad på är den komparativa studien. Dessutom är det deduktiva synsättet dominerande. Dessa ansatser beskrivs mer utförligt i de kommande styckena.

## Metodtriangulering

Undersökningen baseras som ovan nämnt på en kombination av en kvantitativ och en kvalitativ studie. Tidigare har dessa två metoder varit oförenliga i vetenskapsteorin men accepteras numera som förenliga. Kombinationen innebär att olika perspektiv används i studien.<sup>21</sup> Den kvalitativa metoden brukar användas för att få en fram en fylligare beskrivning och där forskaren inte känner till det fenomen så bra som ska studeras.<sup>22</sup> Ett exempel på en kvalitativ metod är intervjuer, vilket jag har använt mig av i uppsatsen för att kunna få fram en mer detaljerad bild av hur en SRI-analys går till. Det finns även andra exempel på kvalitativ data. Det som använts för den här undersökningen är texter i form av årsredovisningar, tidningsartiklar samt tidigare forskning.<sup>23</sup> Den kvantitativa metoden brukar användas för att räkna fenomen, dvs. kartlägga deras utbredning.<sup>24</sup> Det var därför en lämplig metod för att kunna studera om det föreligger någon skillnad mellan de olika värderingsmetoderna.

De två ansatserna har först och främst kombinerats genom att den kvalitativa undersökningen har utnyttjats som en uppföljning av den kvantitativa undersökningen. De har även kombinerats genom att den kvalitativa undersökningen (djupintervjun) har använts som förberedelse till den kvantitativa undersökningen. Till sist har de två ansatserna använts parallellt. Djupintervjun har använts för att tolka undersökningsföretagens värdering. Johannessen m.fl. tolkar dessa tre kombinationer som en metodtriangulering.<sup>25</sup>

## Induktion och deduktion

Som tidigare nämnts har uppsatsen en utgångspunkt i det deduktiva synsättet. Definitionen på ett deduktivt resonemang är enligt Johannessen m.fl. den att teorier testas utifrån empirisk data. Utifrån resultatet av de genomförda företagsvärderingarna drogs slutsatser om vilken av metoderna som bäst stämmer överens med börsvärdet. De teorier som ligger till grund för undersökningen testades med empiriska data. En induktiv ansats utgår istället från empirisk data för att hitta generella mönster. Därefter kan nya teorier skapas.<sup>26</sup> I en kvalitativ undersökning är det dock oftast en förutsättning för ett bra analysarbete att använda både ett induktivt och ett deduktivt resonemang. Tolkningar av teorierna vidareutvecklas efter att datan har undersökts och givits meningsinnehåll. Därför finns det vissa inslag av ett induktivt perspektiv i arbetet också.<sup>27</sup>

Mitt val av ett deduktivt synsätt kan ifrågasättas. Enligt teorin om empiribaserad metodutveckling (Grounded theory) styr de valda teorierna för mycket vad forskaren söker, istället för att det ska vara data som styr. De anser istället att teorin bör enbart tas med i slutet av undersökningen, när resultatet ska tolkas. Det främsta syftet med empiribaserad

---

<sup>21</sup> Johannessen m.fl. *Introduktion till Samhällsvetenskaplig metod*, 2003, sid. 77

<sup>22</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 21

<sup>23</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 87

<sup>24</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 21

<sup>25</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 21

<sup>26</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 34

<sup>27</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 108

metodutveckling är att utveckla nya teorier.<sup>28</sup> Det har som jag nämnt i stycket *Avgränsning*, aldrig varit min ambition. Istället vill jag pröva de teorier som redan finns. Teorin om den effektiva marknaden och de två teoretiska modellerna: Fundamental analys och SRI-analys har medvetet styrts vad jag har sökt och testat.

## ***Forskningsstrategi/Metod för datainsamling***

För att kunna undersöka huruvida de två olika företagsvärderingsmodellerna ger olika aktievärde och i sådana fall vilket värde som bäst verkar stämma överens med börsvärdet måste detta göras forskningsbart. Denna process, från det generella till det konkreta, brukar benämnas operationalisering. Alltså vilka åtgärder bör användas för att kunna konkretisera det som ska studeras. I denna uppsats handlar det om att mäta ett fenomen, dvs. om det beräknade värdet med de olika metoderna stämmer överens med börsvärdet.<sup>29</sup>

## **Data/empiri**

Johannessen m.fl. definierar data enligt följande: ”*när verkligheten observeras, och på något registreras, har verkligheten blivit data*”. Data i denna uppsats är baserat på anteckningar från den genomförda intervjun, värderingarna, men även den litteratur som har använts. En synonym som brukar användas för begreppet data är empiri. Det som är viktigt för att data ska vara empiri är att påståenden om verkligheten måste grundas på erfarenhet och inte på tyckande. Data tolkas alltså utifrån vad Johannessen m.fl. benämner forskarens förståelsehorisont, t.ex. tidigare erfarenhet och kunskaper. Därför kan de påståenden och slutsatser som görs i detta arbete aldrig sägas vara själva sanningen.<sup>30</sup> Det är utifrån mitt eget perspektiv, erfarenheter och kunskap som de har dragits.

Enligt Johannessen m.fl. finns det olika sorters data och verklighet. De brukar delas in i hård och mjuk data samt hård och mjuk verklighet. I denna uppsats är det en kombination av mjuk och hård verklighet som studeras med hjälp av mjuk data och hård data. Den mjuka verkligheten brukar beskrivas som diffus och inte alltid direkt observerbar och mätbar. Vad som är ett företags egentliga värde kan ses som en subjektiv bedömning där det inte finns något korrekt svar. Det går även att se företagets egentliga värde som det pris som företagets aktie har på börsen. I detta fall kan verkligheten som ska studeras ses som en hård verklighet, dvs. något som är lätt att registrera och går att mäta. Dataunderlaget för den här uppsatsen är kvantifierbar genom siffror. Den hårda datan för företagsvärderingarna baseras på årsredovisningar och kvartalsrapporter samt börspriiset på aktien. Den mjuka datan har hämtats från litteratur, vilken beskrivs i stycket *Litteratur* nedan.

## **Urval SRI-modell**

Det främsta motivet till att jag har valt att studera SRI är min egen erfarenhet med att ta fram kriterier utöver de icke finansiella värdena för bedömning av företag, se ovan i stycket *Metod*. Dessa icke finansiella värden förekommer vanligen i en SRI-analys. För mig personligen var det därför intressant att se vilket värde dessa kriterier de facto har. En annan anledning till valet är att SRI en relativt ny metod som har andra kriterier med i sin modell än de traditionella värdena. Det kan ge ett nytt perspektiv på en akties värde.

Valet av SRI-modell är den del av arbetet som har varit det svåraste och tagit mest tid. Undersökningens syfte var att genomföra en Fundamental analys och en SRI-analys av fyra

---

<sup>28</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 107

<sup>29</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 44-45

<sup>30</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 23

börsföretag. Undersökningen har under skrivandets process fått ett andra syfte; att ta fram en SRI-modell. Idag finns det ingen litteratur som det finns för Fundamental analys för hur en SRI-analys går till. Eftersom SRI-analys är så pass nytt så finns det ingen generell modell utan de flesta aktörer har olika sätt att värdera företagen på. Hur de går tillväga är SRI-företagens affärsidé. Den modell som jag till slut valde är baserad på en modell som en enda aktör använder. Den information som jag har kunnat få ta del av visade inte hur modellen i detalj kvantifierar de hållbara värdena i den finansiella analysen. Därför har jag varit tvungen att ta fram en egen värderingsmodell.

Utgångspunkten för val av SRI-modell låg i begreppet hållbar utveckling<sup>31</sup>. För mig betyder en hållbar investering att de miljömässiga och sociala värdena har en lika stor betydelse för ett företags aktievärde som de finansiella värdena. För att de miljömässiga och sociala värdena ska kunna ha samma betydelse måste de översättas till ett finansiellt värde så att det går att göra en aktieprisbedömning. Innan jag valde vilken SRI-modell som skulle ligga till grund för undersökningen analyserades fyra svenska SRI-investerare; Folksam, KPA, Banco och Robur. De är de främsta investerarna i Sverige som tillämpar en SRI-bedömning. Jag studerade även Sustainable Asset Management (SAM) det schweiziska bolag som är världsledande inom SRI. Jag har även läst in den litteratur som beskriver hur en SRI-analys görs. Det bolag som utifrån mitt perspektiv har den bästa SRI-modellen är SAM. Det är enbart SAM som har lyckats att göra en bedömning där alla tre dimensioner får en lika stor betydelse vid företagsvärderingen.

De svenska aktörernas huvudsakliga tillvägagångssätt är att de gör en s.k. positiv screening, negativ screening och investerar i branschfonder. Det innebär att aktörerna väljer de företag till sin portfölj som de anser är ”bäst-i-klassen” och att de väljer bort de branscher som de anser inte är hållbara, exempelvis vapenindustrin, alkohol och spel. Vissa väljer även att investera i branscher som t.ex. miljöteknik. Aktörerna väljer även att aktivt verka för att få företagen att gå i ”rätt” riktning. Det gör det genom aktiv ägarsamarbete eller att rösta på bolagsstämmor. Den sociala och miljömässiga analysen görs på separata avdelningar skilda från de som gör den finansiella analysen. Enligt min åsikt är det inte ett hållbart sätt att analysera företaget på. Värderingen av företagen görs inte på ett integrerat sätt. På SAM kvantifieras däremot de ”mjuka” kriterierna till ett värde som påverkar kostnaderna och tillgångarna och därmed det slutgiltiga värdet på företag och aktien. De har alltså en helhetssyn. Därför har jag valt att basera min undersökning på deras modell.

## Intervju

Till skillnad från den Fundamentala analysen för företagsvärdering finns det inte någon litteratur för hur en SRI-analys i *detalj* går till. Det finns en mångfald av litteratur över vilka kriterier som brukar ingå i analysen utöver bedömningsgrunderna i den Fundamentala analysen. Däremot saknas information om hur de använder och värderar de sociala och miljömässiga kriterierna samt hur de kopplas ihop med de finansiella värdena. För att kunna genomföra bedömningen av fyra börsföretag utifrån de båda modellerna behövdes därför SRI-materialet kompletteras med intervjuer av expertpersoner på området. Därefter kunde en komplett modell för SRI-analysen tas fram. Från början var det tänkt att flera investerare med hållbar inriktning skulle intervjuas. Efter en genomgång av materialet från varje bolag såg jag det bara intressant att intervjuas ett av bolagen Sustainable Asset Management (SAM). Det är deras modell som ligger till grund för SRI-analysen.

---

<sup>31</sup> Begreppet hållbar utveckling har sitt ursprung i Bruntlandrapporten som presenterades av FN 1987. Hållbar utveckling innebär en utveckling som tillgodoser dagens behov utan att äventyra kommande generationers möjligheter att tillgodose sina behov.

Den nyckelperson som jag valde att intervjua valdes enligt vad Johannessen m.fl. benämner ett strategiskt urval.<sup>32</sup> Denscombe benämner denna urvalsmetod för ett subjektivt urval.<sup>33</sup> Det innebär att jag valde informanten medvetet. Det är en person som jag vet besitter den kunskap jag behöver. Syftet med intervjun var alltså att få ta del av detaljerad information för att genomföra den kvantitativa undersökningen. Det skulle inte gå att få den information som krävdes genom t.ex. att statistiskt generalisera fakta som i ett slumpmässigt urval.

Följande person har intervjuats:

- Clas-Henrik Ivarsson, Nordenansvarig, Sustainable Asset Management (SAM),

### **Intervjuteknik och frågor**

Till stöd för intervjun användes en färdig lista med de ämnen som behövdes behandlas och frågor som skulle besvaras. Frågorna finns presenterade i bilaga 1. Intervjun genomfördes dock flexibelt och frågorna behandlades inte i ordningsföljd. Respondenten fick möjlighet till att utveckla sina idéer och tala mer utförligt om ämnena. En intervju av detta slag kallas för semistrukturerad intervju<sup>34</sup> eller en intervju som grundas på en intervjuguide.<sup>35</sup> Ett problem som präglade intervjun var att informationen om hur företaget genomförde SRI-analyserna är deras affärsidé. I vissa fall blev därför informationen begränsad. Eftersom ett flertal aktörer studerades har modellen kompletterats med information från de övriga aktörerna men även med den litteratur som finns om SRI-analyser.

### **Urval börsföretag**

En anledning till att uppsatsens företagsvärdering är baserad på börsbolag är att de SRI-aktörer som jag har studerat investerar i börsbolag. De finns ingen allmänt känd investerare i Sverige som satsar i onoterade bolag med en hållbar investeringsfilosofi. Den främsta anledningen är dock att jag utgår från att börspriset på aktien är det korrekta värdet på aktien. Det skulle inte gå att undersöka onoterade bolag för då skulle jag inte ha ett korrekt värde att jämföra med.

Till undersökningen har fyra börsbolag valts. Från början var det tänkt att jag skulle använda mig av fyra företag från fyra olika branscher. Till slut valdes fyra företag från två branscher. Anledningen till denna begränsning var att det krävs en oerhört grundlig kunskap om branschen och produkterna och tjänsterna som företagen erbjuder. Det vore ett alldeles för omfattande arbete att sätta sig in i fyra olika branscher. Företagets syfte har ju inte heller varit att undersöka skillnaderna i utfallet av värderingsmodellerna mellan de olika branscherna. Det är även intressant att analysera skillnaderna mellan två olika bolag i samma bransch.

Mitt urval är först och främst baserat på en positiv screening, vilket är vanligt inom SRI. Det innebär att jag har valt ett av de företag som är "bäst-i-klassen" inom sin bransch enligt Dow Jones Sustainability Index och Folksam's index för ansvarsfullt företagande. De två första företagen har jag valt från en bransch som kan ses som icke-hållbar; olje- och gasbranschen. De produkter som idag framställs i denna bransch är inte de bästa ur ett miljömässigt perspektiv. Det är just det som är intressant. Hur lyckas företagen i olje- och gassektorn

---

<sup>32</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 84

<sup>33</sup> Denscombe 2000, *Forskningshandboken - för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskapen*, 2000, sid. 23

<sup>34</sup> Denscombe, 2000, sid. 135

<sup>35</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 98

utmana och minimera riskerna med att verka på denna marknad? Det första bolaget jag har valt är Statoil, vilka enligt SAM är bäst-i-klassen inom energisektorn. Det andra olje- och gasbolaget som jag har valt är Lundin Petroleum. Det är den enda olje- och gas som har värderats i Folksam's indexering.

De två andra företagen som jag har valt att värdera är verksamma i IT-branschen. IT-branschen har generellt låga betyg i Folksam's Index. Det beror på att dessa företag inte har ansetts behöva ta hänsyn till miljö och socialt ansvar. Miljö och mänskliga rättigheter har inte varit viktiga för företagens framgång. Därför är det intressant att studera denna bransch för att se hur de hållbara kriterierna påverkar lönsamheten av företagen. Det ena företaget som jag har valt är TietoEnator, vilka är bäst-i-klassen i Folksam's bedömning av IT-sektorn. Det andra företaget som jag har valt är WM-data, vilka har fått ett bättre betyg för deras arbete för miljön än TietoEnator. WM-data har dock fått låga betyg för deras arbete med mänskliga rättigheter, vilket gör att de får ett sämre genomsnittsbetyg.

Undersökningen är främst baserad på ackumulerad information om företaget per den sista september 2006. Det material som använts till värderingarna är den ackumulerade informationen i kvartalsrapport tre 2006 och för kvartal fyra 2005, årsredovisningen 2005 samt all tillgänglig information av intresse studerats. En undersökning som genomförs vid en tidpunkt brukar benämnas tvärsnittundersökningar. Möjligtvis vore det bästa att samla in data vid flera tidpunkter, dvs. en longitudinell undersökning.<sup>36</sup> Anledningen till att jag enbart valt att basera undersökningen på en tidpunkt är att företag har blivit oerhört bättre de senaste åren på att arbeta för en mer ansvarsfull hållbar inriktning. Företagen kan inte enbart arbeta för en finansiell avkastning utan måste ta ett socialt och miljömässigt ansvar för att kunna överleva. SRI-analyser är även ett relativt nytt sätt att värdera företagen på och företagen har inte tidigare behövt redovisa hur de uppfyller de miljömässiga och sociala kraven. Därför skulle det vara svårt att få tag i information om detta för att kunna göra en bedömning.

Fyra företag är ett alldeles för litet antal företag för att statistiskt kunna säkerställa att metoderna de facto ger olika resultat. Resultatet kan dock ligga till grund för fortsatt forskning. Målet med den här uppsatsen är att få fram vad Johannessen m.fl. kallar för överförbar kunskap<sup>37</sup>. Förhoppningsvis kan de slutsatser som tas i det här arbetet användas i andra sammanhang.

## Reliabilitet och validitet

För att kunna studera vilken tillförlitlighet (reliabilitet) datan har som uppsatsen är baserad på brukar följande undersökas; vilka data som använts, insamlingsätten och hur de bearbetas. Det kan göras på olika sätt. En möjlighet är att genomföra ett s.k. "test-retest-reliabilitet". Det innebär att samma undersökning skulle genomföras två gånger vid två olika tillfällen. Ett annat sätt att testa tillförlitligheten i datan är att flera forskare undersöker samma fenomen.<sup>38</sup> Dataunderlaget för företagsvärderingarna har främst hämtats från kvartalsrapporterna och årsredovisningarna från företagen. Dessa data har hög tillförlitlighet eftersom den har kontrollerats och godkänts av revisorer. Den information som används till bedömningen av de sociala- och miljömässiga faktorerna är inte kontrollerade på samma sätt. Hur de studerade företagen arbetar med de hållbara kriterierna presenteras i företagens årsredovisning. För en enskild person är det svårt att kontrollera dess riktighet. De aktörer som investerar enligt SRI

---

<sup>36</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 51-52

<sup>37</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 125

<sup>38</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 28

gör egna kontroller, för en ständig dialog med företagen samt samarbetar med oberoende aktörer som gör denna kontroll. Många företag, exempelvis Lundin Petroleum, låter en extern oberoende organisation att kontrollera verksamheten enligt deras uppställda sociala och miljömässiga regler. Det finns andra aktörer som gör ett viktigt arbete för hur företagen arbetar med miljöfrågor och socialt ansvarstagande och det är ideella organisationer och media. Företagens arbete med hållbar utveckling är därför verifierade från flera olika oberoende aktörer.

Värderingarna av företagsaktierna är dock baserade på subjektiva antaganden. Det är därför en liten sannolikhet att en annan forskare skulle få exakt samma resultat som denna studie har givit. Däremot bör undersökningen med samma grunddata och om den genomförs på samma sätt visa samma tendenser, t.ex. att en Fundamental analys bättre reflekterar börspriset på aktien än vad en SRI-analys gör. Eller att en värderingen enligt en SRI-analys ger ett pris som ligger närmare börspriset på aktien.

I SRI-analysen har jag använt mig av något som jag benämner Hållbarhetsindikator. Den används för att ”översätta” de sociala och miljömässiga kriterierna till ett finansiellt värde. För att testa tillförlitligheten av denna indikator har jag genomfört en s.k. Känslighetsanalys av värderingarna. Det innebär att jag ändrade antagandena för värderingen, exempelvis antagande om tillväxt och investeringar. Detta test presenteras i avsnittet *Resultat*. Jag har även gjort en känslighetsanalys av de Fundamentala analyserna.

En annan fråga som jag har ställt mig är hur pass bra eller relevant data representerar det fenomen som studeras, dvs. datans validitet.<sup>39</sup> För att mäta ett företags värde utgår undersökningen från metoderna SRI-analys och Fundamental analys samt teorin om den effektiva marknaden. Om metoderna och teorin ger ett ”verkligt” värde på ett företag är svårt att säga. Det finns ju andra sätt att värdera ett företag på som tidigare nämnts i stycket *Avgränsningar*. Dessutom har jag varit tvungen att till stor del ta fram en egen SRI-modell, vilket kan påverka hur pass bra de data som jag har fått fram representerar det fenomen som jag har studerat. Jag är medveten om att de data som jag har fått fram i företagsvärderingen inte helt kan representera företagets värde. Det kan i alla fall förklara en viss del av företagets värde.

---

<sup>39</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 267

# Teori och perspektiv

## Teoridiskussion

Enligt Johannessen m.fl. finns det inte någon enhetlig definition av teori. De har dock försökt att sammanfatta vad en teori är: ”ett generellt påstående om verkligheten”. För att ett påstående ska kunna definieras som teori måste den uppfylla fyra krav:

1. Påståendet måste vara av allmän karaktär som ska kunna täcka mer än enstaka fall, dvs. ha en viss generaliseringsnivå.
2. Påståendet ska vara en förenkling av verkligheten, säga något om regelmässigheter samt något om sambandet mellan fenomen. En teori kan ha olika grad av generaliseringar.
3. Det kan vara en teori som säger något som är typiskt för människan och samhället.
4. Det kan även vara teorier som säger något som har ett specifikt och begränsat giltighetsområde.<sup>40</sup>

Som utgångspunkt för den teoretiska delen har jag antagit att priset på en aktie på börsen på en effektiv marknad är det korrekta värdet för aktien. Priset på aktien är korrekt eftersom den reflekterar vad marknaden anser att aktien är värd och är villiga att betala för den. Värdet på aktien bedöms efter all den information som är tillgänglig om företaget. Förutsatt att marknaden är effektiv. De här tankarna är hämtade från teorin om den effektiva marknaden (Theory of Efficient Market, EMT). Kritikerna mot denna teori är många, men syftet med den här uppsatsen är inte att testa den teorin. Utan att de två teoretiska perspektiven: Fundamental företagsvärdering och SRI-analys jämförs och testas med hjälp av teorin om den effektiva marknaden.

Teorin om den effektiva marknaden uppfyller kraven enligt Johannessen m.fl. för att vara en teori. Fundamental företagsvärdering och SRI-analys gör det inte utan kan ses som modeller och teoretiska perspektiv. Det är två olika perspektiv på hur ett företag ska värderas. Det stämmer överens med vad Johannessen m.fl. definierar som ett teoretiskt perspektiv.<sup>41</sup>

## Teorin om den effektiva marknaden

På femtiotalet upptäckte Maurice Kendall att priserna på en aktie på börsen var helt slumpmässiga. De följde inget mönster alls. Han benämnde detta fenomen ”Random Walk”. Det låg till grund för det som idag kallas för teorin om den effektiva marknaden. Fama vidareutvecklade tankarna om de slumpmässiga aktiekurserna i artikeln ”Efficient Capital Market”.<sup>42</sup> I Famas artikel presenteras empiriska bevis för en modell för när marknaden är i jämvikt och aktien helt reflekterar all tillgänglig information.<sup>43</sup> Enligt denna artikel är marknaden effektiv. Det innebär att aktiekurserna ändras slumpmässigt allt eftersom ny information tillkommer och prissätts. Det går inte att förutspå kursutvecklingen. Ett bevis på detta enligt anhängarna till EMT är att det inte finns någon som på lång sikt har kunnat få

<sup>40</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 29

<sup>41</sup> Johannessen m.fl. 2003, sid. 32

<sup>42</sup> Tradingguiden, kapitel 12, 02-01-30

<sup>43</sup> Fama, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, 1970, sid. 413-414,

högre avkastning än någon annan. Andra hävdar att det finns bevis på att det har skett. Ett exempel på det är George Soros. Enligt EMT beror det inte på att någon modell är bättre än någon annan på att överträffa börsindex eller en slumpmässigt vald aktieportfölj. Det beror på att vissa personer är slumpmässigt utvalda att lyckas. Morgondagens aktiekurser har heller inget samband med gårdagens. Det finns inga mönster och inga trender.<sup>44</sup>

Enligt EMT karaktäriseras en effektiv marknad av att en akties pris reflekterar all tillgänglig information. En investerare värderar aktien efter den information som är tillgänglig. Ny information från företaget justerar aktien pris direkt till en ny marknadsvikt.<sup>45</sup> Patell och Wolfson visade i en empirisk studie att priserna för aktier justeras inom fem till tio minuter efter det att ny information har presenterats.<sup>46</sup> Om den nya informationen innebär att aktiepriset bör öka, kommer de investerare som har tillgång till den informationen kunna beräkna att aktiepriset på börsen är för lågt. Och de kommer att köpa aktien av de personer som anser att aktien inte är för lågt värderat. Detta leder till att aktien kommer att köpas upp tills priset är korrigerat till det värde som den bör ha. Precis samma sak gäller om ny information presenteras som anses negativ för företaget. Priset korrigeras nedåt till en nivå där efterfrågan och utbud når jämvikt.<sup>47</sup>

Enligt Famas empiriska bevis kan marknaden delas in i tre olika varianter beroende på hur mycket information som reflekteras i aktiens pris. Dessa varianter är svag, medel och stark form av effektivitet.

### **Svag form av effektivitet**

Den svaga formen av effektivitet är enligt Fama ”...*only historical price or return sequences*”<sup>48</sup>. De förändringar i priset som uppstår kan enbart förklaras genom slumpmässighet, en s.k. Random walk. Priset på en aktie är alltså summan av de senaste observerbara aktiepriserna, adderat med den förväntade avkastningen och en slumpmässig variabel som utgörs av ny information som kan tänkas komma ut på marknaden.<sup>49</sup>

### **Medelstark form av effektivitet**

I den medelstarka formen av effektivitet reflekterar aktiepriset enligt Fama ”... *all obviously publicly available information*”<sup>50</sup>. Den allmänna tillgängliga informationen är t.ex. årsredovisningar eller kvartalsrapporter. Priset innehåller även som i den svaga formen, historiska prisuppgifter, förväntad avkastning och en slumpmässighet.<sup>51</sup>

### **Stark form av effektivitet**

Marknadens starkaste form av effektivitet är enligt Fama ”... *concerned with whether individual investors or groups have monopolistic access to any information relevant for price information*”<sup>52</sup>. Det är enligt Fama inget naturligt tillstånd på marknaden utan ska ses mer som en måttstock för marknadseffektivitet. Avvikelser från marknadseffektivitet kan jämföras

---

<sup>44</sup> Tradingguiden, 2002, kapitel 12

<sup>45</sup> Ross m.fl. *Corporate Finance*, 2005, sid. 352

<sup>46</sup> Vinell m.fl. *Aktiers avkastning och risk*, 1995, sid. 91

<sup>47</sup> <http://www.geocities.com/themarketclassroom/content2.html> 2006-11-01

<sup>48</sup> Fama, 1970, sid. 414

<sup>49</sup> Ross m.fl. 2005. sid. 355

<sup>50</sup> Fama, 1970, sid. 414

<sup>51</sup> Ross m.fl. 2005. sid. 356

<sup>52</sup> Fama, 1970, sid. 414

med detta.<sup>53</sup> Ett aktiepris i en stark effektiv marknad består av all tillgänglig information, både offentlig information och inofficiell bolagsinformation. De variabler som beskrevs i den svaga och medelstarka formen av effektivitet reflekteras också i priset.

För att ge ett exempel på hur priset på en aktie förändras beroende på form av effektivitet följer här ett exempel från Ross i boken Corporate Finance. Exemplet utgår från ett företag som går ut med informationen till allmänheten att de har ökat sina vinster. På en medelstark effektiv marknad skulle priset på en aktie stiga direkt. Om det skulle råda en stark effektiv marknad så skulle priset redan reflektera den nya informationen, om den var känd av en enda investerare. Det finns inga hemligheter i denna form av marknad. I den svaga formen av effektivitet skulle ny information inte påverka en investerare. De går enbart på det historiska priset.<sup>54</sup>

## Bevis för och emot EMT

Teorin om en effektiv marknad har aldrig helt kunnat objektivt fastställas men aldrig heller dementeras. Det som de flesta forskare är överens om är att priset reflekteras av tillgänglig information. Frågan är om det är all tillgänglig information som priset reflekterar eller om viss information inte tas med i priset. Följande punkter anses som bevis för att en effektiv marknad fungerar:

- När ny information om företaget meddelas förändras priset på aktien snabbt.
- Det är svårt att hitta exempel på fonder eller portföljer som under längre tid har genererat en högre avkastning än någon annan.
- Aktiepriset reflekterar en sofistikerad nivå av en Fundamental analys.

Kritikerna hävdar att det finns forskning som visar på att priset inte alls korrigeras så snabbt som anhängarna till EMT hävdar. Priset korrigeras på lång sikt men den första reaktionen är inte fullständig för att kunna hävda att den beror på den nya informationen.<sup>55</sup> Priset på aktien kan även förändras trots att det inte har kommit ut någon ny information.<sup>56</sup> Kritikerna hävdar även att det faktiskt finns vissa analysstrategier som generar bättre avkastning än andra.<sup>57</sup> I den svaga formen av den effektiva marknaden hävdas ju att det är omöjligt att hitta några trender i priset på aktien, dvs. aktieutvecklingen är statistiskt slumpmässig. En del investerare som använder teknisk analys hävdar motsatsen.<sup>58</sup>

Den sista punkten av bevis för EMT är den mest intressanta för det här arbetet. Kritikerna hävdar att priset inte alls reflekterar helt den information som är tillgänglig för allmänheten. Kan den information som dessa kritiker hävdar bl.a. utgöras av information om de miljömässiga och sociala faktorerna?<sup>59</sup>

---

<sup>53</sup> Fama, 1970, sid. 414

<sup>54</sup> Ross m.fl. 2005. sid. 356-357

<sup>55</sup> Palepu m.fl. 2004, sid. 9-4

<sup>56</sup> <http://www.geocities.com/themarketclassroom/content3.html>, 2006-10-15

<sup>57</sup> Palepu m.fl. 2004, sid. 9-4

<sup>58</sup> <http://www.geocities.com/themarketclassroom/content3.html> 2006-10-15

<sup>59</sup> Palepu m.fl. 2004, sid. 9-4

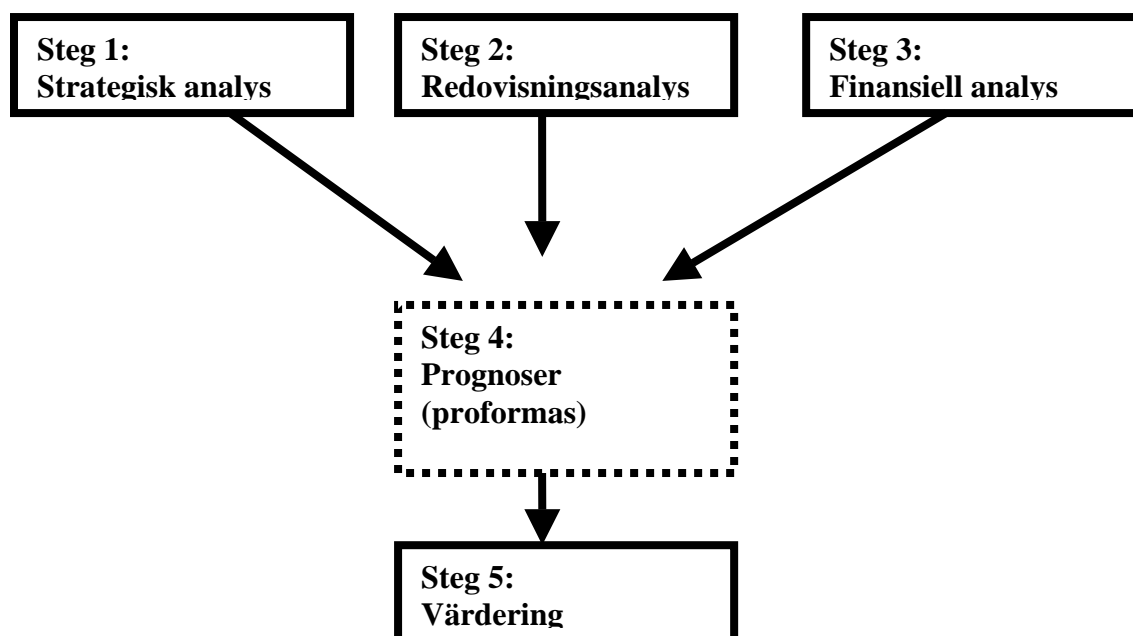
## Fundamental analys

Den första modellen för Fundamental analys togs fram redan under 1930-talet. Benjamin Grahams och David Dodds försökte hitta ett logiskt och rationellt sätt att värdera företag efter Wall Streetkraschen 1929. Graham och Dodd ansåg att ett företags aktiepris på lång sikt borde följa specifika fundamentala faktorer i företaget. De värden som låg till grund för deras ursprungliga modell byggde på företagets historiska vinster och synliga värden i balansräkningen som t.ex. maskiner och anläggningar, varulager, kundfordringar och likvida medel. Idag har modellen utvecklats. I värderingen tas mer hänsyn till dolda och immateriella värden som goodwill, forskning och utveckling, varumärke och kompetens.

Värdeberäkningen som tidigare utgick från företagets historiska vinster, baseras numera på uppskattningen av den framtida intjänandeförmågan. Anhängarna av den här teorin anser att det korrekta värdet på ett företags aktier är summan av bolagets framtida kassaflöde diskonterat till år ett med avdrag för marknadsvärdet på bolagets skulder dividerat med antalet aktier. Det matematiskt korrekta i metoden är styrkan med modellen. Svagheten med modellen är att det är svårt att bedöma framtida kassaflöden.<sup>60</sup>

Den Fundamentala analysen grundar sig på tanken om den effektiva marknaden. Det är i första hand utbud och efterfrågan på aktien som styr aktiekursen, dvs. när det är relativt sett många som köper går kursen upp, dominerar säljarna marknaden går kursen ner. Det som i sin tur är investerarens vilja att köpa eller sälja beror på den ekonomiska information som är allmänt tillgänglig. Kursen på lång sikt påverkas av företagets nuvarande vinst och förväntningarna om framtida vinstutveckling eller kassaflöde.<sup>61</sup>

En Fundamental analys används för att bedöma det fundamentala värdet på ett företags aktie utifrån allmänt tillgänglig information. Analysen utgår främst från information från den ekonomiska redovisningen och brukar delas in i följande huvudmoment:



Figur 2: Den Fundamentala analysens huvudmoment

<sup>60</sup> Tradingguiden, 2002, kap 9, sid. 192

<sup>61</sup> Tradingguiden, 2002, kap 9, sid. 192

## Steg 1: Strategisk analys

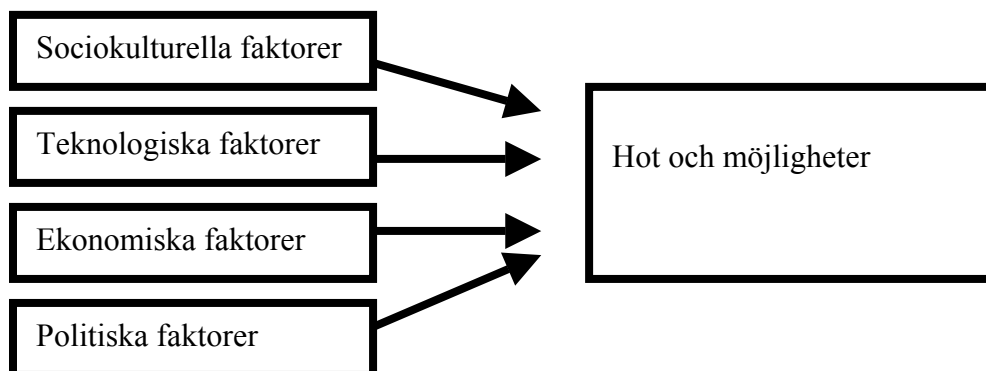
Den strategiska analysen har i syfte att identifiera företagets vinstdrivare, dvs. de faktorer som främst påverkar företagets vinst och de riskfaktorer som är förenade med företagets verksamhet.<sup>62</sup> För att kunna få en förståelse för företagets verksamhet och dess styrkor och svagheter, möjligheter och hot brukar följande elva huvudpunkter studeras:

1. Genomgång av företagets historik och nuvarande verksamhet.
2. Organisation och ledning.
3. Personalpolitik.
4. Faktiska och potentiella produkter samt produktionsprocess.
5. Forskning och utveckling.
6. Investeringsbehov.
7. Faktiska och potentiella marknader.
8. Konkurrensanalys.
9. Branschanalys.
10. Legala aspekter och avtal.
11. Samhällsekonomisk utveckling och politisk miljö (Omvärldsanalys)<sup>63</sup>.

En investerare kan utifrån den strategiska analysen göra en bedömning om företaget kommer att behålla sin lönsamhet och förhoppningsvis göra realistiska antaganden om företagets framtida tillväxt.<sup>64</sup> Den strategiska analysen brukar sammanfattas i en s.k. SWOT-analys. Punkt 8,9 och 11 förklaras närmare nedan.

### Omvärldsanalys

En omvärldsanalys eller som det ibland kallas; Makroanalys eller Samhällsekonomisk utveckling och politisk miljö, har som syfte att analysera de möjligheter och risker i omvärlden som kan påverka företagets bransch och det enskilda företaget. Analysen brukar delas in i följande områden:



Figur 3: Analysfaktorer i företagets omvärld<sup>65</sup>

### Branschanalys

För att en analytiker ska kunna bedöma vinstpotentialen i en bransch börjar denne med att identifiera de faktorer som påverkar lönsamheten för den bransch den verkar i. Lönsamheten i

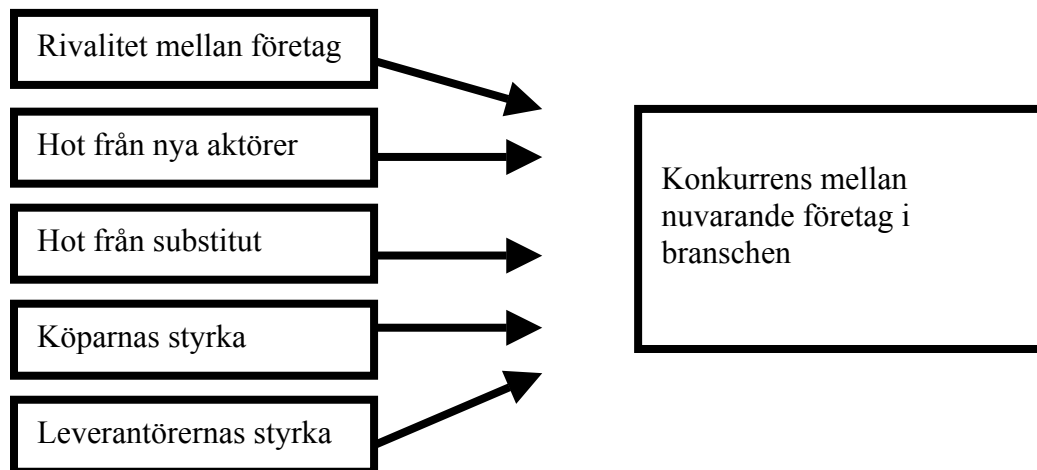
<sup>62</sup> Nilsson m.fl. *Företagsvärdering med fundamental analys*, 2002, sid. 76

<sup>63</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 95

<sup>64</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 76

<sup>65</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 91-95

en bransch beror på konkurrensen inom branschen. Om det är få aktörer på marknaden och det råder ett lågt konkurrenstryck så kan företagen göra högre vinster. Om det däremot finns fler aktörer i branschen så kan företagen oftast inte göra stora vinster. Om branschen domineras av en enda aktör så kan stora vinster oftast göras. Enligt studier av vad som påverkar lönsamheten i en bransch kan sammanfattas i vad som brukar benämnas Porters fem ”krafter”:



Figur 4: Konkurrensfaktorer i branschanalysen<sup>66</sup>

### 1. Rivalitet bland existerande företag

Det som vanligtvis påverkar lönsamheten mest i en bransch är graden av rivalitet bland de konkurrerande företagen. På en del marknader konkurrerar företagen aggressivt med varandra och pressar priserna medan andra marknader konkurrerar genom till exempel företagsnamnet. Företagens rivalitet beror på:

- Tillväxttakten. Om marknaden växer snabbt behöver företagen inte ta marknadsandelar av varandra för att växa. Då en marknad inte växer är dock det enda sättet för företagen att växa att ta marknadsandelar från varandra, då kan det bli priskrig.
- Koncentration av konkurrenter. Beror på hur många företag som finns på marknaden och hur stora de är. Om det till exempel finns ett företag som dominerar kan det styra konkurrenssituationen.
- Grad av differentiering och övergångskostnader. För att undvika den direkta konkurrensen kan företagen differentiera sig och sina produkter eller tjänster. Om de inte kan differentiera sig så blir produkterna och tjänsterna som de olika företagen erbjuder väldigt lik varandra kan kunderna byta produkt enbart på grund av priset. Om övergångskostnaderna är låga, alltså det kostar inte kunden något att byta produkt, så kan företagen med fördel konkurrera genom priset.
- Stordriftsfördelar. I marknader där det är möjligt för företagen att ha stordriftsfördelar så bör företagen verka för att ta marknadsandelar från varandra.

<sup>66</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 77-85

– Utbudskapacitet. Om utbudet är högre än kundens efterfrågan så kan företagen sänka priserna för att fylla kapaciteten.

## 2. Hot från nyetableringar

Om det finns möjlighet att göra stora vinster på en marknad kommer det att locka till sig nyetableringar. För att bedöma hotet av nyetableringar analyseras följande faktorer:

– Stordriftsfördelar. Om det råder stordriftsfördelar så kommer nya företag att ställas inför valet att antingen investera i stor kapacitet som kanske inte kommer att ge vinst på en gång eller att etablera sig på marknaden med mindre än den optimala kapaciteten. I båda fallen så innebär det att de nyetablerade företagen får en mindre gynnsam position kostnadsmässigt sett jämfört med de existerande företagen.

– Fördelar för tidigt etablerade företag. Redan etablerade företag kan ha fördelar på grund av de har satt standarden på marknaden eller att de har bra samarbete med leverantörer. Ett annat exempel är om övergångskostnaderna är höga, att byta från ett märke till ett annat.

– Tillgång till distributionskanaler. Det kan till exempel finnas begränsad tillgång till de distributionskanaler som finns på marknaden och det kan kosta mycket att utveckla nya.

– Legala inträdeshinder. Det kan finnas patent och upphovsrätt som begränsar nya inträden samt att man måste ha licenser inom vissa områden.<sup>67</sup>

## Konkurrensanalys

Enligt Nilsson m.fl. beror företagets lönsamhet på hur de positionerar sig gentemot sina konkurrenter. Det påverkas i sin tur av branschens struktur och ledningen i företagets strategiska beslut. För en Fundamental analys brukar investerarna använda sig av Porters modell för att bedöma företagets övergripande konkurrensstrategier. Modellen är indelad i tre delar:

1. Kostnadsöverlägsenhet
2. Differentiering
3. Fokusering

Nästan alla större bolag använder idag kostnadsöverlägsenhet som konkurrensstrategi. De försöker att hålla låga kostnader inom hela organisationen för att öka vinsten. Exempel på företag som använder denna strategi enligt Nilsson m.fl. är Hennes & Mauritz och IKEA.

Differentiering innebär att företaget är inriktat på att erbjuda kunden en unik produkt eller tjänst som ingen av konkurrenterna erbjuder. Strategin kan användas i flera olika former. Det kan vara inom design eller märkesprofil, teknologi eller kundservice. Till skillnad från strategin kostnadsöverlägsenhet så krävs det enligt Nilsson m.fl. mer satsning på FoU, humankapital eller marknadsföring.

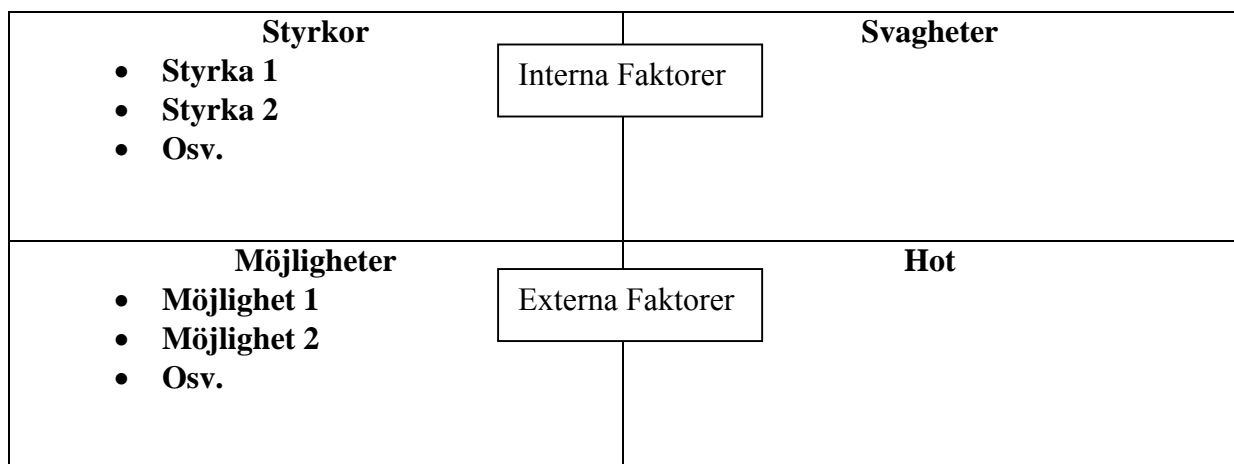
---

<sup>67</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 77-86 och Palepu m.fl., 2004, sid. 2-2 till 2-5

Den tredje strategin fokusering, innebär att företaget inriktar sin verksamhet mot en viss kundgrupp, ett segment eller en geografisk marknad. De två andra strategierna har inte ett fokus på en viss målgrupp utan riktar sig oftast mot alla branscher. Fokusering innebär dock att företaget väljer om de vill differentiera sig mot en viss målgrupp eller att inrikta sig mot att ha en kostnadsöverlägsenhet gentemot en vald målgrupp.<sup>68</sup>

## SWOT-analys

För att kunna göra en bra bedömning av de strategiska faktorerna brukar investerarna sammanfatta informationen i en SWOT-analys. Jag kommer att använda mig av en SWOT-modell för företagsvärderingarna. Modellen sammanfattar företagets styrkor, svagheter, möjligheter och hot. Möjligheter och hot är omvärldsfaktorer som påverkar branschens framtid och därmed företagets framtid. Företagets styrkor och svagheter är interna faktorer som påverkar företagets framtid. Ett problem med detta verktyg är att bedömningen av faktorerna inte är objektiv utan baseras på bedömarens tolkning. För att undvika detta bör investeraren även göra en sannolikhetsbedömning av varje faktor och vilka effekter som varje faktor har företagets verksamhet.<sup>69</sup> SWOT-sammanfattningen kan se ut enligt följande:



Figur 5: Exempel på uppställning för SWOT-analysen

## Steg 2: Redovisningsanalys

Huvudsyftet med en redovisningsanalys är att studera huruvida företaget faktiskt redovisar företagets verksamhet på ett korrekt sätt, dvs. bedöma vilken kvalitet som redovisningen har. Det viktigaste i analysen är att uppskatta hur företaget redovisar och mäter de vinstdrivare och faktorer som identifieras i den strategiska analysen. Analysen brukar baseras på det studerade företagets årsredovisningar, delårsrapport och kvartalsrapporter.<sup>70</sup> I den här undersökningen har både årsredovisningen för 2005 använts och kvartalsrapporten för kvartal tre 2006.

Nilsson m.fl. anger tre anledningar som brukar ligga till grund för felaktig redovisning. Alltså i de fall då de redovisade siffrorna inte stämmer överens med företagets verkliga ekonomiska händelser. Uppsatsens undersökning utgår från dessa punkter. Dessa är :

1. Fel pga. allt för stela redovisningsregler, exempelvis svårigheter att redovisa kostnader och intäkter.

<sup>68</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 86-89

<sup>69</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 93-95

<sup>70</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 97-99

2. Fel pga. felaktiga prognoser, exempelvis svårigheten att bedöma framtida inbetalningar.
3. Fel pga. ledningens val av redovisningsprinciper, exempelvis när ledningens lön är baserad på resultat.<sup>71</sup>

För att kunna strukturera analysen av redovisningen använder jag mig i undersökningen av följande fem steg, vilka är hämtade från Nilsson m.fl.:

1. Identifiering av de huvudsakliga redovisningsprinciperna.
2. Uppskattning av flexibiliteten i företagets redovisning.
3. Utvärdering av företagets redovisningsstrategi.
4. Utvärdering av den kompletterande informationen.
5. Identifiering av potentiella varningssignaler.<sup>72</sup>

### **Steg 3: Finansiell analys**

Den finansiella analysen har i syfte att uppskatta företagets effektivitet, lönsamhet och tillväxt i jämförelse med uppställda mål och strategier.<sup>73</sup> Analysen baseras på beräkningar av företagets nyckeltal, både för idag och i framtiden.

De nyckeltal som jag har använt för lönsamheten är bl.a. Räntabilitet på totalt kapital och Räntabilitet på eget kapital. Dessa är viktiga för att kunna göra rimliga antaganden. Jag har beräknat dessa historiskt för att därefter jämföra resultatet med den prognostiserade lönsamheten. För att kunna göra rimliga antaganden om tillväxten utifrån ett värderingsperspektiv har jag bl.a. använt mig av mått på tillväxt i det egna kapitalet och företagets vinst. För att mäta företagets finansiella balans har jag bl.a. använt mig av Soliditetsmått och mått på Kassalikviditeten.

### **Steg 4: Prognos (Proforma)**

De tidigare stegen i den Fundamentala analysen har resulterat i information om företaget. Baserat på den informationen kan företagets framtid prognostiseras genom att värdera framtida betalningsströmmar. Modellen bygger alltså på antaganden om företagets framtida verksamhet med tanke på hur de möter de möjligheter och risker som omvärlden för med sig.<sup>74</sup> Som verktyg används resultat- och balansräkningar. De poster som jag har valt att använda i prognosen är följande:

---

<sup>71</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 108

<sup>72</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 111

<sup>73</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 127

<sup>74</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 185

## Resultaträkning

Nettoomsättning  
**Rörelsens kostnader**  
Avskrivningar  
**Rörelseresultat**  
Finansiella intäkter  
**Finansiella kostnader**  
**Resultat före skatt**  
Skatt  
**Nettoresultat**

## Balansräkning

### Summa Anläggningstillgångar

Överlikviditet  
Varulager  
Kundfordringar  
Övriga kortfristiga fordringar  
Övriga omsättnings tillgångar  
Likvida medel

### Summa omsättningstillgångar

### S:a Tillgångar

Ingående eget kapital  
Årets resultat

### S:a Eget kapital

Lån  
Finansieringsbehov  
Ej räntebärande skulder

### S:a Eget kapital och Skulder

Anledningen till att jag enbart har valt att använda dessa poster är att jag vill göra en enkel värdering och inte bli för detaljerad. Det jag är intresserad av i min undersökning är ju skillnaden mellan den Fundamentala analysen och SRI-analysen samt marknadsvärdet på aktien. Då räcker det med ovan beskrivna värden.

## Antaganden för prognosen/proforman

De viktigaste antaganden som jag använt i prognosen är följande:

- Tillväxttakt för nettoomsättningen
- Evig tillväxt efter prognosperioden
- Investeringsstillväxt
- Obligationsränta (riskfri ränta)
- Generell riskpremie

## **Tillväxttakt**

Tillväxttakten har jag valt att bedöma på två olika sätt. Det första sättet är att mäta företagets senaste omsättningsförändring de senaste fem åren. Det andra sättet är att bedöma tillväxten efter vad den strategiska analysen har givit för signaler inför framtiden. Den strategiska analysen sammanfattas i följande beräkning:

Prognostiserad branschomsättning \* prognostiserad marknadsandel = prognostiserad omsättning.

## **Evig tillväxttakt**

Jag har valt att beräkna företagets vinsttillväxt enligt BNP, dvs. ett intervall på 3-6 procent. Vilken procent som har antagits beror på bedömningen av branschens förväntade tillväxt.

## **Investeringsstillväxt**

Investeringsbehovet är olika beroende av vilken bransch som företaget befinner sig. I de branscher som undersöks i det här arbetet är olje- och gasbranschen mer kapitalkrävande än IT-branschen. Tillväxten studeras utifrån den procentuella andelen investeringskapital år 1 utav de totala materiella anläggningstillgångarna.

## **Obligationsränta (riskfri ränta)**

Jag har antagit en riskfri ränta på tre (3) procent. Det motiveras med att de studerade företagen i värderingen har använt den för sina egna beräkningar.

## **Generell riskpremie**

Riskpremien är den premie som investeraren kräver för att investera i en tillgång med genomsnittlig risk istället för att investera i den riskfria tillgången. Jag har valt att anta riskpremien till fem (5) procent, om inte annat anges. De motiveras med att de studerade företagen i värderingen har använt den för sina egna beräkningar.

## **Steg 5: Värdering baserad på förväntat kassaflöde diskonterat till nuvärde**

Det sista steget i den Fundamentala analysen utgörs av själva värderingen. Jag har valt att använda mig av en värderingsmodell baserad på företagets kassaflöde. Det beror dels på att den valda SRI-modellen baseras på en värdering av företagets kassaflöde, dels på att det är en av de två vanligaste värderingsmodellerna i Sverige<sup>75</sup>. Värdet på aktien kommer att beräknas på det egna kapitalet genom att nuvärdeberäkna de framtida kassaflödena till aktieägarna. Kassaflödet definieras som skillnaden mellan in- och utbetalningar och baseras på en beräkning av kassaflödet från nettoresultat. De poster som ligger till grund för min värdering av kassaflödet ser ut som följande:

---

<sup>75</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 68

## Kassaflödesanalys

Redovisat Resultat (Nettoresultat)

+Avskrivningar

+*Räntekostnad efter skatt*

-/+Kundfordringar

-/+Lager

-/+Kortfristiga skulder

-/+Likvida medel

**A Kassaflöde från rörelsen**

- Investeringsverksamhet

**B Fritt Kassaflöde till företaget FKFF**

De värden som matats in i kassaflödet är hämtade från proformans resultat- och balansräkning.

## Indirekt och direkt värdering

Jag har valt att värdera företagen genom en indirekt värderingsmetod. Den brukar förkortas FKFF (Fritt Kassaflöde till företaget). De siffror som inmatats i värderingen förutom WACC och CAPM, är hämtade från antagandena och Kassaflödesanalysen. En beskrivning av WACC och CAPM görs nedan. Uppställningen av värderingen ser ut som följande:

FKFF WACC%	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	Terminalvärde
<b>Summa År 1-5</b>						
Prognosperiod						
Terminalvärde						
Överlikviditet						
<b>Summa Företagsvärde</b>						
- Lån						
<b>Summa aktievärde</b>						
Antal aktier						
<b>Pris per aktie</b>						

## Beräkning av diskonteringsräntan — CAPM och WACC

Diskonteringsräntan eller som den ibland benämns kalkylränta eller avkastningskrav, används för att kvantifiera den kompensation som aktieägare kräver för att acceptera den risk som det innebär att investera i ett företag. Om aktieägaren ställer ett högre avkastningskrav blir värdet på företaget lägre än om aktieägaren ställer ett lägre avkastningskrav, förutsatt allt annat lika. Avkastningskravet består av två delar; den riskfria avkastningen och riskpremien.

Investeraren kan istället för att satsa i ett riskfyllt projekt investera sina pengar i en riskfri statsobligation. Investeraren vill även ha en ersättning för den risk denne tar i att satsa pengarna i en aktie där det finns risk för att den framtida avkastningen blir mindre än förväntat eller eventuellt uteblir.

Valet av diskonteringsränta är beroende av vilken värderingsmodell som investeraren väljer. Den diskonteringsränta som brukar användas för den Indirekta värderingen är den s.k. WACC (Weighted Average Cost), den genomsnittliga kapitalkostnaden. För den direkta metoden är det den s.k. CAPM (Capital Asset Pricing Model) som används, modell för hur de finansiella tillgångarna prissätts i jämvikt.

## CAPM

CAPM är en modell som anger hur de finansiella tillgångarna prissätts när utbud är lika med efterfrågan. Enligt CAPM finns det ett linjärt förhållande mellan den förväntade avkastningen på en tillgång och en risk. Det innebär att en investerare förväntas en högre avkastning ju högre risken i investeringen är. Risken definieras som Beta ( $\beta$ ) och anger hur en akties avkastning varierar i förhållande till marknadsportföljens avkastning. Marknadsportföljen är ett teoretiskt begrepp och beräknas på den totala avkastningen på marknaden, exempelvis Stockholmsbörsens Marknadsindex. Marknadsportföljens Betavärde är lika med ett (1).

CAPM används för att beräkna aktieägarnas avkastningskrav. CAPM beräknas på följande sätt:  $r_f + \beta(r_m - r_f)$

$r_f$  = riskfri ränta

$r_m$  = marknadsportföljens avkastning

$\beta$  = Betavärdet<sup>76</sup>

## WACC

Företagets genomsnittliga kostnad påverkas främst av två saker:

1. Den typ av finansieringsform som företaget har.
2. Kostnaden för varje vald finansieringsform.

Jag har valt att basera beräkningen av WACC för undersökningen på att företagen har som målsättning att ha en fast soliditet för respektive företag på sysselsatt kapital. För Lundin Petroleum beräknades detta på följande sätt:

Eget kapital: 60 procent

Skulder: 40 procent

CAPM = 0,094

Eget kapital \* CAPM =  $0,60 * 0,094 = 0,056$

Skulder (Bankränta \* Skattesats) =  $0,40 * (0,07^{77} * 0,72) = 0,02$

Summa WACC =  $0,04 + 0,02 = 7,7$  procent<sup>78</sup>

---

<sup>76</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 227-236

<sup>77</sup> WM-data har och har haft en hög effektiv bankränta, idag på 6 procent. Den eviga bankräntan har därför satts till höga 7 procent.

<sup>78</sup> Nilsson m.fl. 2002, sid. 239-241

## Kritik mot Fundamental analys

En del av kritiken mot den här modellen presenterades i inledningskapitlet. En kritisk synpunkt som beskrevs där var att den här modellen anses vara för koncentrerad på de finansiella värdena och att andra värden som t.ex. företagets hantering av miljöfrågor inte värderas. Det värde som beräknas enligt den här modellen överensstämmer oftast inte heller med värdet på aktien på börsen.<sup>79</sup>

Forskare är oeniga om vilken investeringsstrategi som är den lämpligaste. Något forskarna däremot är överens om är att fondhandlare tenderar att köpa och sälja många av samma aktie vid samma tidpunkt vilket skulle vara ett bevis på flockbeteende. De analytiker som använder sig av en Teknisk analys för att bedöma värdet på aktien anser att värdet styrs av mänskliga drivkrafter och grupp beteende.<sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> Se Figur: Företagsvärdering av Toyota enligt SRI-analys i avsnittet *Steg 3: Företagsvärdering*. Se även diskussion i avsnittet *Inledning*.

<sup>80</sup> Tradingguiden, 2002, kapitel 9, sid. 293

## Socially Responsible Investments (SRI)

I en studie som är gjord av Bellagio Forum var det upp till 43 procent av de tillfrågade fondförvaltarna som ansåg att "... using sustainable/social criteria in managing an institution's assets **reduces** returns..."<sup>81</sup>. Detta visar att tilltron till SRI-analyser är låg. Trots detta var det enligt samma undersökning, 16 procent som ansåg att SRI-arbete ökar avkastningen. Resterande 15 procent ansåg att det inte utgjorde någon skillnad.<sup>82</sup> Enligt Folksam är det anhängare av den neoklassiska företagsekonomi som anser att verksamhet som t.ex. arbetar med socialt ansvarstagande inte har någon betydelse för företagets finansiella framgång utan t.o.m. även har en negativ påverkan. Det neoklassiska synsättet på företagande innebär att företaget enbart ska koncentrera sig på att skapa avkastning. Frågor som samhällsansvar och ansvar för miljö är något som inte skapar avkastning och ska därför enbart utföras på frivillig basis.<sup>83</sup> Det synsätt som SRI representerar anser att det är precis tvärtom. Det finns empiriska bevis på att hållbarhetskriterierna är positivt korrelerade med företagets finansiella avkastning. SAM har i samarbete med sju ledande universitet i Europa gjort en studie som visar att ingen av de hållbara kriterierna som de använder i sin analys inte har en negativ påverkan på företagets avkastning.<sup>84</sup> Företagets arbete för hållbar utveckling påverkar alltså ett företags värde. Ett exempel är hur företagets plan för risk- och krishantering fungerar. Alla företag, även framgångsrika sådana, råkar då och då ut för bakslag. Det kan vara en olycka, ett misslyckade, en skadlig produkt eller ett felkonstruerat belöningsystem. Om företaget är väl förberett och har ett rykte om att vara ett ansvarsfullt företag kan det mildra marknadens och kundernas dom och att bakslaget inte slår lika hårt mot företagets aktiekurs samtidigt som eventuellt köpmotstånd avklingar. Effekten av företagets goda rykte blir då i själva verket värdeskapande när värdeurholkningen hotar.

Harvardprofessorn Michel Porter ser socialt ansvar som en konkurrensfördel när det kan knytas till företagets kärnverksamhet. Ett exempel som han tar upp är att de demografiska trenderna pekar på att det i framtiden blir ont om yrkesskicklig arbetskraft i industriländerna. Det blir därför allt viktigare för företagen att vårda den personal de har. Då är ett ökat samhällsengagemang ett centralt inslag som får attraktiv kompetens att stanna kvar i företaget.<sup>85</sup>

I september 2006 presenterade European Social Investment Forum en studie av hur mycket kapital som investeras efter SRI-kriterier i nio Europeiska länder (Österrike, Belgien, Frankrike, Tyskland, Italien, Holland, Spanien, Schweiz och Storbritannien). I dessa länder är det 10-15 procent (1 000 MdEuro) av det totala förvaltade fondkapitalet som placeras efter SRI-kriterier. Det innebär att SRI-placeringar har ökat med 36 procent sedan 2002 om enbart fonder studeras.<sup>86</sup> Som tidigare nämnts är det enbart fem (5) procent av pensionskapitalet som är förvaltad enligt SRI i Sverige. Av övrigt förvaltad kapital finns inga uppgifter. Som jag tidigare har nämnt i avsnittet *Problembeskrivning* kan detta innebära att vissa branscher missgynnas, exempelvis företag inom miljöteknik<sup>87</sup>

---

<sup>81</sup> PRIME Toolkit, 2006, sid. 11

<sup>82</sup> PRIME Toolkit, 2006, sid. 11

<sup>83</sup> Folksam ansvarsfullt\_företagande\_2006 sid.1-2

<sup>84</sup> SAM, *Sustainable Asset Management Investment Process, Investing in Sustainability*, November 2006.

<sup>85</sup> Folksam ansvarsfullt\_företagande\_2006 sid.1-2

<sup>86</sup> [http://www.eurosif.org/content/download/584/3563/version/1/file/008\\_eurosif-sri-study-2006.pdf](http://www.eurosif.org/content/download/584/3563/version/1/file/008_eurosif-sri-study-2006.pdf) 2006-12-05

<sup>87</sup> Dagens Miljö, Emfel, 2006, sid. 4

En av anledningarna till att investeringar i dessa branscher uteblir är att vissa investerare anser att risken är högre i dessa företag. Riskkapitalisterna är rädda för att efterfrågan på produkterna är enbart skapat av lagar och regler. Ifall de rättsliga reglerna skulle försvinna finns ingen efterfrågan och därmed skulle investeringarna bli värdelösa. Oavsett om företag inom dessa branscher enbart är lönsamma pga. lagar och regler så håller detta på att förändras enligt vissa experter. Det finns tydliga kommersiella drivkrafter som ökar efterfrågan på t.ex. miljöteknik. Tre stora trender tyder på detta. Den första trenden är att urbaniseringen ökar samtidigt som världens population ökar. Demografernas prognoser visar att världens befolkning kommer att uppgå till 8 miljarder år 2050, varav 60 procent kommer att bo i städerna. Den andra trenden är att samhället inte vill fortsätta vara beroende importerat fossilt bränsle. Andelen importerad olja i relation till konsumtion stiger kraftigt, speciellt i USA och Kina. Ny teknik som minskar beroendet efterfrågas idag men kommer att öka ännu mer. Den tredje trenden är den uppmärksamhet som ges de obalanser som har skapats i ekosystemet genom produktion och konsumtion sedan industrialiseringen start, samt den tidsfördröjning som finns mellan påverkan och effekt. Teknik kommer att efterfrågas både till att styra om från en sådan påverkan och till att klara av de miljöeffekter som vi står inför.<sup>88</sup> Under hösten 2006 har t.ex. klimatfrågan fått en otrolig massmedial uppmärksamhet både i Sverige och internationellt. Företag, kapitalmarknader och även en del politiker har ändrat åsikt i frågan.<sup>89</sup>

En annan uppfattning som investerare har enligt en rapport som är publicerad av NUTEK är att avkastningen på investerat kapital skulle vara lägre i miljöteknikbranschen än i andra branscher. Många undersökningar visar att investeringar enligt SRI ger en minst lika god avkastning som investeringar enligt traditionell Fundamental analys. I en simulerad portfölj med onoterade miljöteknikbolag gav en avkastning på 30 procent enligt Environmental Finance mars 2005. Detta ska jämföras med 8,3 procent som är europeiska riskkapitalbolags genomsnitt över tio år enligt EVCA.<sup>90</sup> Enligt samma undersökning hävdar vissa att exitrisken inte är större här än i andra branscher. Tvärtom visar undersökningen att antalet exits är 50 procent högre än industrigenomsnittet.<sup>91</sup>

## **Beskrivning SRI-analys<sup>92</sup>**

SAM är den av de investerare som jag har studerat, som bäst har lyckats med att ta fram en hållbar investeringsmodell. Följande SRI-modell är därför främst baserad på SAMs SRI-modell men även kompletterat med en del av de kriterier som andra aktörer använder sig av. Jag har även kompletterat analysen med kriterier från Eurosifs Toolkit. SAMs investeringsfilosofi utgår från att framtidens samhälle kommer att innebära stora ekonomiska, sociala och miljömässiga förändringar. Företag med en produkt eller tjänst och en strategi som bättre kan möta de utmaningar och möjligheter i framtidens samhälle kommer att ge en bättre avkastning än vad företag som inte har en hållbar verksamhet. Värdet på ett företag enligt SAM består av ett diskonterat förväntat framtida kassaflöde. Verksamheter som lyckas integrera de sociala och miljömässiga värdena i sin affärsmodell kommer att ha ett positivt kassaflöde.<sup>93</sup>

<sup>88</sup> Dagens Miljö, Hamilton m.fl. 2006, sid. 6

<sup>89</sup> Dagens Nyheter, 13 november 2006, *Plötsligt är alla miljövänner*. Politik Special, sid. 15

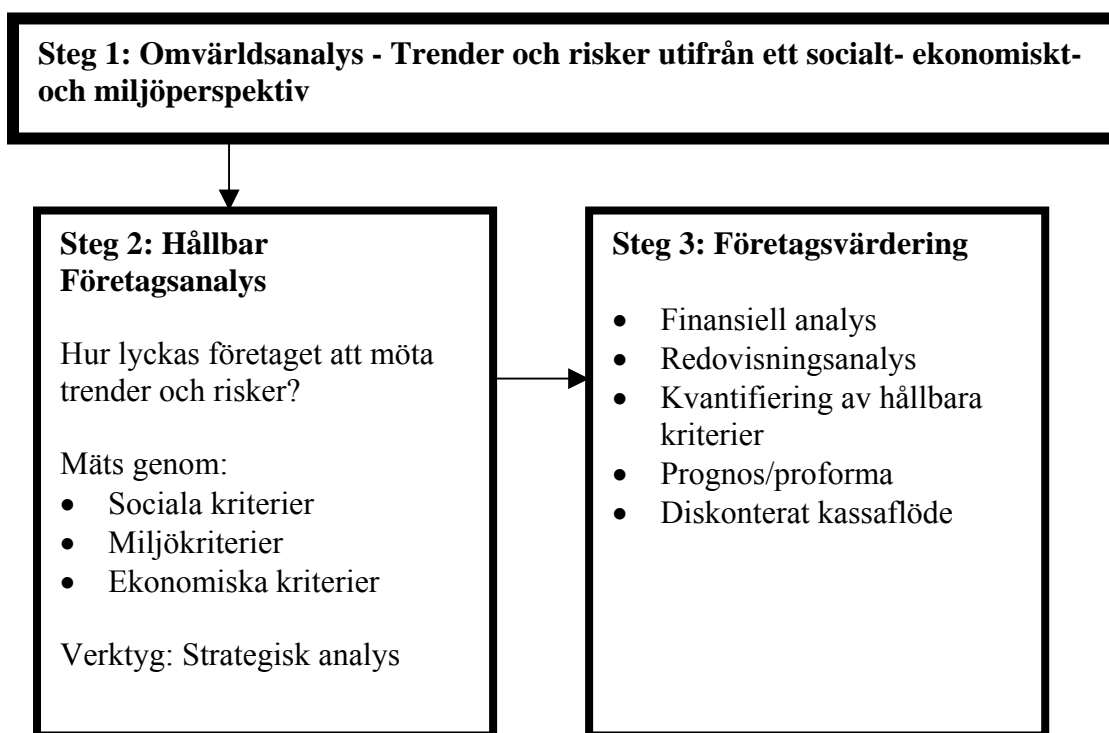
<sup>90</sup> Dagens Miljö, Emfel, 2006, sid. 4

<sup>91</sup> <http://www.nutek.se>, 2006, *Potential för investeringar i svenska miljöteknikbolag*, sid. 21-24

<sup>92</sup> Motivering av val av aktör är i detalj beskrivet i avsnittet *Metod* i stycket *Urval SRI-modell*.

<sup>93</sup> SAM, *Sustainable Asset Management, Capturing New Drivers of Investment Value*, November 2006

Den SRI-modell som ligger till grund för de företagsvärderingar som jag har gjort är uppdelad i tre huvudsteg:



## **Steg 1: Omvärldsanalys- Trender och risker utifrån ett socialt- ekonomiskt- och ett miljöperspektiv**

Samhället står idag inför nya utmaningar och risker när det gäller den ekonomiska, sociala och miljömässiga utvecklingen. Vissa trender kommer troligtvis att förändra konkurrenskrafterna för alla branscher och andra trender kommer att påverka konkurrensen enbart i vissa branscher. De tre trender i omvärlden som jag har valt att fokusera på i min värdering av företagen är bl.a:

- Klimatförändringar
- Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter
- Ökat krav på transparens för företagen.

Den första trenden har jag valt för den har en betydelse för alla i samhället. För företagen är det en särskild utmaning, speciellt för företagen i energiintensiva sektorer. Det innebär en stor möjlighet för de företag som lyckas möta denna utmaning och minimera de risker som denna trend innebär.

Den andra trenden är betydelsen av att företagen satsar på sin egen personal. För t.ex. ett IT-företag eller ett företag i olje- och gasbranschen är det avgörande att de har lyckats attrahera rätt kompetens och lyckas att behålla den. En annan viktig aspekt av detta är att företagen respekterar mänskliga rättigheter. För ett företag som har någon del av sin verksamhet eller underleverantörer i ett utomeuropeiskt land så ställer de högt krav på att mänskliga rättigheter

efterlevs.<sup>94</sup> Som tidigare nämnt så pekar de demografiska trenderna pekar på att det i framtiden blir ont om yrkesskicklig arbetskraft i industriländerna. Det blir därför allt viktigare för företagen att vårda den personal de har.<sup>95</sup>

Den tredje trenden som jag har valt att fokusera på är ett ökat krav på transparens hos företagen, vilket påverkar alla branscher. Det kravet drivs på både från ett juridiskt håll och från investerarna. Företag som har underleverantörer eller bedriver verksamhet på något sätt i utomeuropiska länder är det speciellt viktigt. Från årsskiftet 2007 måste svenska företag med minst tio anställda och tillgångar värda mer än 24 miljoner kronor redovisa viktiga omständigheter och risker som påverkar företagets ställning och resultat. Exempel på detta är eventuella saneringsbehov och risker förknippade med klimatförändringar och kemikalielagstiftning. Alla bolag som har någon form av miljöfarlig verksamhet, oavsett storlek, måste redovisa hur de påverkar miljön.<sup>96</sup> Ett annat exempel på hur kraven från intressenter påverkar företaget är hur de arbetar med personalfrågor och mänskliga rättigheter.

### Klimatförändringar

För att visa hur de ovan nämnda trenderna påverkar företaget använder jag mig av exemplet klimatförändringar. Koldioxidhalten i atmosfären är idag 30 procent högre än den var för 150 år sedan. Forskare vid FNs organisation The Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), anser att denna ökning har börjat förändra vårt klimat. Jordens medeltemperatur har stigit med en halv grad de senaste hundra åren, glaciärer har smält och havsytans nivå stigit med tio centimeter.<sup>97</sup> De flesta länderna är överens om att det måste ske en drastisk minskning av de ämnen som påverkar klimatförändringarna. Västvärlden står för 80 procent av det totala utsläppet av fossila bränslen. År 2002 överskred västvärlden basnivån för tillåtna utsläpp enligt Kyotoavtalet<sup>98</sup>. Men det totala utsläppet ökade inte i takt med den ekonomiska BNP-tillväxten, vilket brukar vara fallet. Energikonsumtion minskade trots att den ekonomiska välfärden ökade.<sup>99</sup> I ett flertal länder som t.ex. Ryssland, Kina och Indien, höjs dock levnadsstandarden snabbt och de börjar kräva lika stora ekologiska resurser som den mer rika världen. Vad händer t.ex. när alla kineser vill ha egen bil?<sup>100</sup>

Enda sättet att minska koldioxidutsläppen och människans påverkan på klimatet är att använda mindre olja, kol och naturgas. Vid eldning av fossila bränslen bildas alltid koldioxidutsläpp. Dessa går inte ta bort genom någon rening. I stället måste vi minska vår totala energiförbrukning och gå över till vindkraft, biobränslen och andra förnybara bränslen som inte påverkar växthuseffekten. Det har dock visat sig lättare sagt än gjort. I världens rika länder har vi vant oss vid att åka bil och göra av med så mycket värme och el vi tycker att vi behöver och ändrar inte gärna på det. Dessutom är de förnybara energislagen än så länge mycket dyrare.<sup>101</sup>

---

<sup>94</sup> <http://www2.dfid.gov.uk/news/files/extractiveindustries.asp>, Extractive Industries Potentially material social, ethical & environmental risks, 2006-12-10

<sup>95</sup> Folksam ansvarsfullt\_företagande\_2006 sid.1-2

<sup>96</sup> SVN Swedens Nyhetsbrev Näring & Liv för november 2006

<sup>97</sup> <http://www.energikunskap.se/web/otherapp/Ekunskap.nsf> 2006-12-04

<sup>98</sup> Vid ett möte i Kyoto år 1997 lyckades en rad länder enas om att reglera utsläppen av: koldioxid (CO<sub>2</sub>), metan (CH<sub>4</sub>), kväveoxidul (N<sub>2</sub>O), fluorkolväten (HCF), perfluor-väten (PFC), svavelhexafluorid (SF<sub>6</sub>). I Kyotoprotokollet lovar industriländerna att minska sina utsläpp med drygt fem procent i genomsnitt under åren 2008-2012, jämfört med 1990 års nivå.

<sup>99</sup> SAM sid. 3-1

<sup>100</sup> <http://www.energikunskap.se/web/otherapp/Ekunskap.nsf> 2006-12-04

<sup>101</sup> <http://www.energikunskap.se/web/otherapp/Ekunskap.nsf> 2006-12-04

## **Hur påverkar klimatförändringarna företagandet - hot och möjligheter?**

För företagen innebär klimatförändringarna en begränsning av resurser. De måste minska sitt beroende av fossila bränslen. Det beror på ekonomiska mekanismer; t.ex. olja kommer att bli för dyrt men även förhindrande skäl; genom lagar och regler kommer företagen att bli tvingade till att minska utsläppen av koldioxid. Exempel på ett regelverk som redan idag styr är EUs handel med utsläppsrätter. Företag som har höga koldioxidutsläpp tvingas att betala för varje extra utsläppsenhet.<sup>102</sup> Ett annat sätt att se på hur förändringar av klimatet kan påverka företagandet är hur vädret direkt kan påverka en verksamhet. Ett exempel på en väderkatastrof var orkanen Katrina. De olje- och gasbolag som hade exploatering och produktion i det orkanutsatta området drabbades hårt. Efter år 2005 försvann 25 procent av den amerikanska oljeproduktionen. Den ökade medvetenheten om klimatförändringarna innebär att de företag som inte förändrar sin verksamhet mot ett mer hållbart företagande kan få ett dåligt rykte hos konsumenten, vilket innebär en minskad försäljning och därmed ett mindre företagsvärde.

Förutom dessa tvingande strukturomställningar så finns det även en massa möjligheter för företagen. De företag som lyckas att integrera en miljövänlig strategi i sin affärsmodell kommer att kunna konkurrera ut andra företag som inte har lyckats eller insett att de måste ställa om till ett mer hållbart företagande.<sup>103</sup>

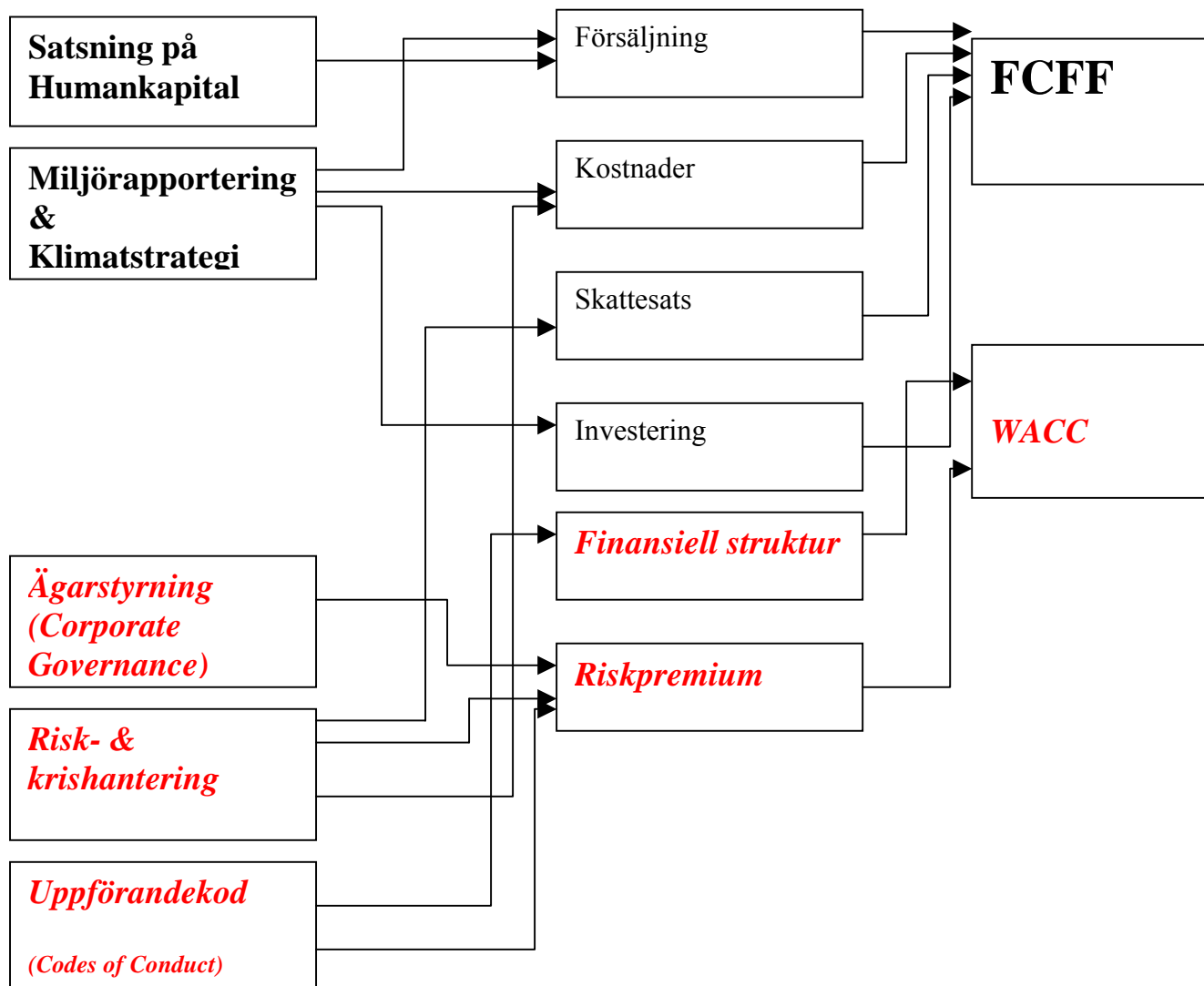
---

<sup>102</sup> SAM 3.1

<sup>103</sup> SAM 3.1

## Hur påverkar de identifierade trenderna aktievärderingen?

Som jag tidigare nämnde finns det vissa undersökningar som visar att de hållbara värdena påverkar ett företags värde. Nedan finns en modell som består av några av dessa värden, vilka jag kommer att basera min värdering på, och hur de påverkar ett företags värde. Värderingen bygger på en värderingsmodell som är baserad på företagets kassaflöde. De kassaflödespåverkande faktorerna är svarta och de faktorer som påverkar WACC är röda och kursiva:



Figur 6: Hållbara kriteriers påverkan på företagets värde

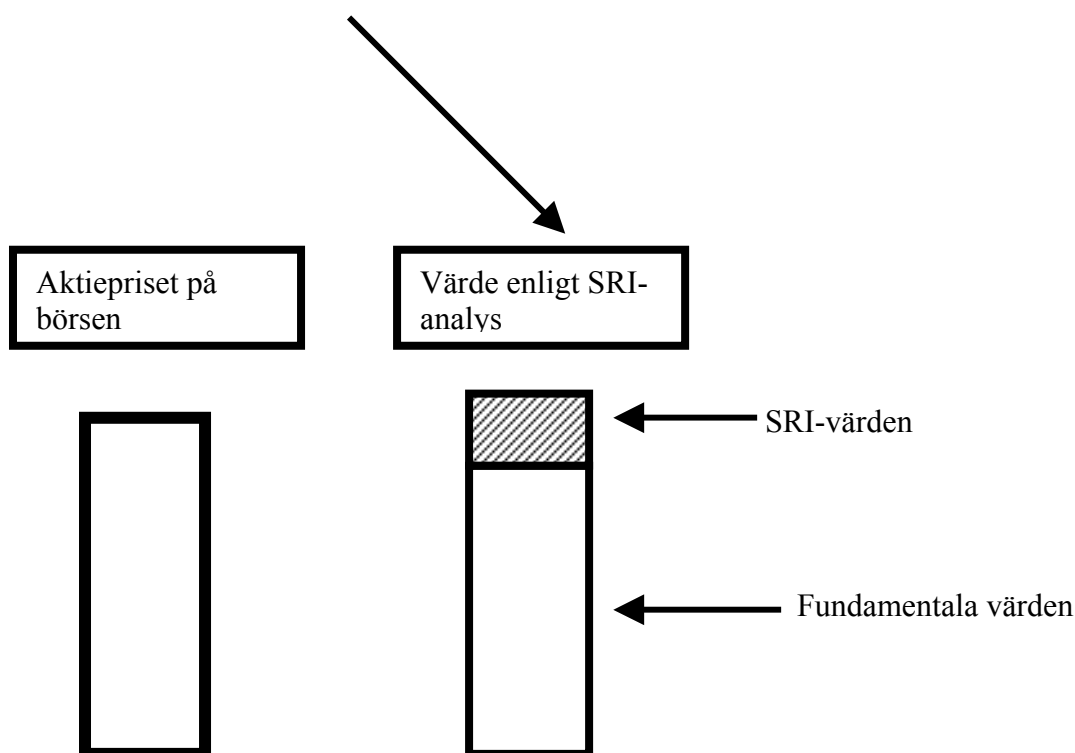
Ett bra exempel på hur de ovan beskrivna värdena påverkar ett företag kan beskrivas genom bilföretaget Toyota.<sup>104</sup> Utifrån ett SRI-perspektiv är följande hållbarhetskriterier viktiga för bilbranschen:

- Klimatstrategi
- Humankapital
- Intressentengagemang

<sup>104</sup> SAM 3.1

En SRI-analytiker anser att hållbarhetskriterierna har en stor betydelse för Toyotas möjligheter att lyckas. Toyota bedöms ligga i framkant inom dessa områden i jämförelse med företagets konkurrenter. Det innebär att värdet på företaget vid en SRI-värdering är högre än vad en traditionell analys ger och det pris som marknaden anser att aktien är värd. Det beror på att dessa värden bedöms och kvantifieras precis som de övriga finansiella värdena. Vid en Fundamental analys görs inte detta. De bedömda kriterierna innebär en:

- högre avkastning på ägarkapital,
- högre tillväxt,
- lägre kapitalkostnad.



Figur 7: Företagsvärdering av Toyota enligt SRI-analys<sup>105</sup>

## Steg 2: Hållbar Företagsanalys

I den hållbara företagsanalysen analyseras företaget och hur de kommer att lyckas möta de ovan identifierade trenderna och riskerna. Företagen analyseras med hjälp av hållbarhetskriterier, vilka är baserade på de identifierade trenderna och riskerna. Resultatet av analysen visar vilka möjligheter och risker företaget har med sin verksamhet och vilka drivkrafter som finns inom branschen.

De hållbarhetskriterier som jag använder är uppdelade i generella kriterier, vilka gäller för alla branscher och kriterier som är specifika för den bransch företaget verkar i. Som hjälp till analysen har jag följt de elva steg som används för den Fundamentala analysen, se stycket *Strategisk analys*. Det finns två huvudskillnader mellan en strategisk analys enligt det Fundamentala perspektivet och SRI-perspektivet. Den första skillnaden är det elfte steget *Samhällsekonomisk utveckling och politisk miljö*. I en SRI-analys är den redan gjord i *Steg 1: Omvärldsanalys - Trender och risker utifrån ett socialt- ekonomiskt- och miljöperspektiv*. Den

<sup>105</sup> SAM 3.1

andra skillnaden är att det i respektive steg i den strategiska analysen utgår från de identifierade trenderna och riskerna. Branschanalysen beskrivs närmare nedan.

## Branschanalys

I bransch- och konkurrensanalysen bedöms företagets position gentemot andra i branschen och vilka drivkrafter som finns för att bli ett lönsamt företag inom branschen. Bedömningen görs utifrån hållbara kriterier. De kriterier som jag har valt att värdera företagen efter är framtagna efter de trender och utmaningar som identifierades ovan. Kriterierna presenteras nedan. I de företagsvärderingar som jag har gjort har jag dock varit tvungen att ta bort en del kriterier eftersom det har varit omöjligt att få fram den information om företagets arbete som krävs för att kunna göra en bedömning. De som jag har använt är kursiva. Kriterierna har delats upp i generella och branschspecifika kriterier.

De generella kriterierna gäller för alla företag oavsett bransch. Dessa är:

Dimension	Kriterium
<i>Ekonomisk</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Finns det en uppförandekod och hur efterlevs den? (Code of Conduct)</i></li> <li>• Hur efterlever företaget lagar och rekommendationer för företagande? (Compliance)</li> <li>• Hur arbetar företag för att motverka korruption och mutor?</li> <li>• <i>Vilken bolagsstyrning råder? Hur agerar företagsledningen? (Corporate Governance)</i></li> <li>• Hur sköts kundrelationerna?</li> <li>• Hur sköts investerarrrelationerna?</li> <li>• <i>Hur hanteras risker och kriser?</i></li> <li>• Hur arbetar företaget med varumärket?</li> </ul>
<i>Miljö</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Vilken miljöpolicy har företaget och strategisk miljöledning?</i></li> <li>• <i>Hur faller deras miljöarbete ut? (Eco-Efficiency)</i></li> <li>• <i>Hur ser företagets miljörapportering ut?</i></li> </ul>
<i>Social</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hur ser företagets samhällsansvar ut?</li> <li>• Hur arbetar företaget med sina intressenter?</li> <li>• <i>Hur arbetar företaget med Humankapital</i></li> <li>• <i>Vilka arbetsvillkor har företaget?</i></li> <li>• Hur attraktivt är företaget att arbeta i? Hur lyckas företagen behålla kompetent personal?</li> <li>• <i>Vilken social rapportering gör företaget?</i></li> </ul>

Förutom kriterier som gäller alla branscher finns de även kriterier som är specifika för den bransch som företaget verkar i. Det är extra viktiga för företagets fortsatta lönsamhet. De branscher som jag har studerat har följande kriterier:

IT-bransch	Kriterium
<i>Ekonomi</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hur arbetar företaget med kundvård?</li> <li>• Hur arbetar företaget med varumärket?</li> <li>• Hur arbetar företaget med IT-säkerhet?</li> </ul>
<i>Miljö</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inget branschspecifikt kriterium</li> </ul>
<i>Social</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Hur ser företagets inköpsorganisation ut?</i></li> </ul>

<b>Olje- och gasbranschen</b>	
<i>Ekonomi</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vilka olje- och gastillgångar har företaget?</li> <li>• Vilka reserver av naturgas har företaget?</li> <li>• Vilken avkastning från flytande naturgas har företaget?</li> <li>• Hur sker exploatering och prospektering?</li> <li>• Vilket utbud av gasprodukter har företaget?</li> <li>• Hur pass öppna är företaget med att redovisa vad de gör?</li> </ul>
<i>Miljö</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hur ser företagets miljöledningssystem ut?</li> <li>• Hur efterlevs systemet?</li> <li>• Vilken påverkan på växt- och djurliv har verksamheten?</li> <li>• Hur ser företagets klimatstrategi ut?</li> <li>• Hur arbetar företaget med att förbättra och få fram renare bränsle?</li> <li>• Vilka utsläpp gör företagen?</li> <li>• Hur arbetar företaget med förnyelsebar energi?</li> <li>• Vilken kapacitet har företaget för att ändra sin produktion?</li> <li>• Andel förnyelsebar energi?</li> <li>• Hur mycket av de framtida kapitalinvestering är avsatta för förnyelsebar energi?</li> <li>• Hur väl redovisar företaget deras utsläpp av fossila bränslen?</li> <li>• Hur mycket fossila bränslen släpper de ut?</li> <li>• Hur mycket har företaget minskat utsläppet av fossila bränslen de senaste fem åren?</li> <li>• Vilka mål och strategier har företaget för att minska företagets koldioxidutsläpp och att möta kommande miljörisker?</li> <li>• Producerar företaget något biobränsle?</li> </ul>
<i>Sociala</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hur arbetar företaget att få en säker arbetsmiljö?</li> <li>• Hur påverkar företaget det lokala samhälle som de verkar i och vilket ansvar tar företaget i det samhället där företaget verkar?</li> </ul>

SAM har bedömt hur pass procentuellt viktig respektive dimension är för branschen. Dimensionerna har givit en vikt på en skala 0-100 procent. I de fall kriteriet uppfattas som mycket viktigt för företagets bransch ges det högre procentuell andel. Har dimensionen liten relevans för företagets utförande får företaget en låg procentuell andel. SAM har inte presenterat i detalj hur de har fått följande nedan nämnda viktade värden. De har dock gjort en undersökning av 80 företag inom olje- och gasbranschen för att få fram de viktade värdena. Jag kommer inte att använda mig av de viktade värdena i företagsvärderingen. Jag har givit alla värden samma vikt. SAMs viktade värdena ser ut som följande:

	<i>Ekonomi</i>	<i>Miljö</i>	<i>Sociala</i>
<b>IT-branschen</b>	63,2 %	8,8 %	28 %
<b>Olje- och gasbranschen</b>	39,2 %	37,6 %	23,2 %

Därefter bedöms de hållbara kriterierna som jag beskrev ovan. De ges även de en procentuell andel som speglar hur pass bra de uppfyller de uppställda frågorna. Skalan ligger även den mellan 0-100 procent. Det är inget företag som får bedömningen 100 procent. Anledningen till det är att inget bolag kan var perfekt hållbart. Alla företag påverkar miljön negativt. Företaget bedöms enligt följande:

100-80 procent Mycket bra  
 79-50 procent Bra  
 49-0 procent Inte bra

För att visa hur detta går till använder jag mig av Lundin Petroleum som exempel. I olje- och gasbranschen är en av de främsta faktorerna för att nå lönsamhet att exploatera och prospektera på ett hållbart sätt med minsta möjliga påverkan på miljö och det lokala samhället. De företag som verkar i den branschen måste även ha en strategi för hur de ska möta omvärldens krav för förbättrad, mer effektivt bränsle. För deras verksamhet är det mycket viktigt att de uppfyller de kriterier som jag har ställt ovan i dimensionen Miljö. Enligt SAM har dimensionen Miljö ett viktat värde på 37,6 procent. Lundin har inte i jämförelse med övriga bolag uppfyllt de ovan ställda kriterierna, de har t.ex. ingen strategi för hur de ska energieffektivisera sin verksamhet och de har inga planer på hur de ska ställa om sin verksamhet mot alternativa energimöjligheter. Därför har de fått den låga poängen 40 procent.

Dimension	Vikt	Min bedömning	Genomsnitt branschen
<i>Ekonomisk</i>			
<i>Miljö</i>	37,6 %	40 %	55 %
<i>Social</i>			

### Steg 3: Företagsvärdering

I det här steget genomförs de resterande stegen av en Fundamental analys; redovisningsanalys, finansiell analys, uppbyggande av proforma samt värdering enligt den framtida förväntade kassaflödet diskonterat till ett nuvärde. De kvantifierade värdena får ett värde i kronor som läggs in i proforma. Det är det sistnämnda som jag kommer att beskriva nedan. Förklaring av de övriga stegen finns beskrivet i avsnittet *Fundamental analys*:

#### Prognos/proforma

Som redan har beskrivits i avsnittet om den Fundamentala analysen har de tidigare stegen i analysen resulterat i information om företaget. Baserat på den informationen kan företagens framtida förväntade kassaflöden skapas med hjälp av resultat- och balansräkningar. Jag har tidigare visat exempel på hur de hållbara värdena påverkar företagens fria kassaflöde eller de finansiella kostnaderna (riskpremien). Huruvida de hållbara kriterierna som jag har studerat påverkar företagens kassaflöde eller de finansiella kostnaderna positivt eller negativt beräknar jag genom följande:

Positivt:  $> = 1,2 * \text{genomsnitt för branschen}$   
 Neutral:  $< 1,2 * \text{genomsnitt för branschen}, > 0,8 * \text{genomsnitt}$   
 Negativt:  $< 0,8 * \text{genomsnitt}$

I mitt exempel för Lundin Petroleum blir resultatet negativt, dvs. Lundins miljöarbete kommer att innebära en negativ påverkan på kassaflödet. Det beror på att poängbedömningen 40 procent är  $< 0,8 * 0,55 = 44$  procent.

Dimension	Vikt	Min bedömning	Genomsnitt branschen	Effekt
<i>Ekonomisk</i>				
<i>Miljö</i>	37,6 %	40%	55%	Negativ
<i>Social</i>				

Den effekt som det bedömda kriteriet har påverkar prognosen. I exemplet med Lundin Petroleum ovan kommer resultat- och balansräkningen påverkas negativt.

## Hållbara kriteriers påverkan på resultat- och balansräkningen

Varje hållbart kriterium som beskrivs i Branschanalysen påverkar resultat- och balansräkningen. I resultaträkningen påverkas posterna Omsättning, Kostnader och därmed Nettoresultatet. I balansräkningen är det Tillgångarna som omvärderas efter en hållbar analys. Posterna påverkas antingen positivt eller negativt beroende på vilken effekt de har givits i företagsanalysen.

### Hållbarhetsindikator

För att kunna beräkna den hållbara analyserade effekten i kronor används något som jag benämner Hållbarhetsindikator. Den används för att kunna ”översätta” det studerade kriteriets påverkan på prognosen. Indikatorn multipliceras med den summan i den post som togs fram i den Fundamentala analysen som antas påverkas av det hållbara kriteriet.

Om exemplet med Lundin Petroleum studeras så anser jag att företagets verksamhet är riskfylld med tanke på den identifierade klimattrenden i omvärldsanalysen. Kostnaderna kommer att öka mer än vad som antagits enligt den Fundamentala analysen. Exempel på detta är miljökostnaderna för prospektering av olja. Försäljningen kommer att vara oförändrad de kommande fem åren i jämförelse med den Fundamentala analysen. Det beror på att de mesta pekar på att priserna på olja och gas kommer att öka. Efter år fem kommer omsättningsökningen att vara mindre än vad som antas i den Fundamentala analysen. Det beror på att jag antar att företagets verksamhet är alldeles för riskfylld med tanke på de identifierade trenderna i omvärldsanalysen. Därför blir den eviga tillväxten lägre i SRI-analysen än i den Fundamentala analysen. Detta innebär alltså en försämrad omsättningstillväxt efter år fem. Rörelsens kostnader ökar efter prognosperiodens slut och tillgångarnas värde minskar. I Lundins fall så fick bolaget en poängbedömning 40 procent för sitt miljöarbete. Effektivitetsindikatorn blir då  $-0,2$ , dvs.  $-20$  procent enligt följande tabell:

Poäng	Effekt	Effektivitetsindikator
100-80 procent Mycket bra	Positiv	+0,2 (+ 20 %)
79-50 procent Bra	Neutral	-
49-0 procent Inte bra	Negativ	-0,2 (- 20 procent)

Resultat- och balansräkningen påverkas enligt följande:

<b>Fundamental Resultaträkning</b>	<b>Hållbarhets-indikator</b>	<b>SRI Resultaträkning</b>
Nettoomsättning	*-0,2 (efter år 5) →	Nettoomsättning
Rörelsens kostnader	*+0,2 →	Rörelsens kostnader
Avskrivningar		Avskrivningar
<b>Rörelseresultat</b>		<b>Rörelseresultat</b>
Finansiellaintäkter		Finansiellaintäkter
Finansiellakostnader		Finansiellakostnader
<b>Resultat före skatt</b>		<b>Resultat före skatt</b>
Skatt		Skatt
<b>Nettoresultat</b>		<b>Nettoresultat</b>

<b>Balansräkning</b>	<b>Hållbarhets-indikator</b>	<b>SRI Balansräkning</b>
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	*-0,2 →	<b>Summa Anläggningstillgångar</b>
Överlikviditet		Överlikviditet
Varulager		Varulager
Kundfordringar		Kundfordringar
Övriga kortfristiga fodringar		Övriga kortfristiga fodringar
Övriga omsättningstillgångar		Övriga omsättningstillgångar
Likvida medel		Likvida medel
<b>Summa omsättningstillgångar</b>		<b>Summa omsättningstillgångar</b>
<b>S:a Tillgångar</b>		<b>S:a Tillgångar</b>
Ingående eget kapital		Ingående eget kapital
Årets resultat		Årets resultat
<b>S:a Eget kapital</b>		<b>S:a Eget kapital</b>
Lån		Lån
Finansieringsbehov		Finansieringsbehov
Ej räntebärande skulder		Ej räntebärande skulder
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>		<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>

Anledningen till att jag har valt +0,2 eller -0,2 är att modellen är uppbyggd efter enkla villkor. I en matematisk korrekt modell skulle jag ha behövt vägt ihop bedömningen av det studerade kriteriet med hur stor betydelse kriteriet har för branschen. Poängbedömningen skulle därmed lika gärna ha varit +/-0,18 eller +/-0,23. För att underlätta arbetet har jag dock antagit +/-0,2. Den skillnad i aktievärde som SAM i genomsnitt får med sin SRI-analys i jämförelse med priset på aktien på börsen.

### Hållbara kriteriers påverkan på WACC och Tillväxt

Jag har redan beskrivit hur de hållbara kriterierna påverkar WACCen i stycket *Hur påverkar klimatförändringarna aktievärderingen?* För att förtydliga visar jag vilka kriterier som påverkar WACC och även vilka som påverkar tillväxten:

<b>Dimension</b>	<b>Kriterium</b>	<b>Tillväxt</b>	<b>WACC</b>
<i>Ekonomisk</i>	Finns det en uppförandekod och hur		

	efterlevs den? (Code of Conduct)		
	Vilken bolagsstyrning råder? Hur agerar företagsledningen? (Corporate Governance)		X
	Hur hanteras risker och kriser?		X
	Hur arbetar företaget med varumärket?		
<i>Miljö</i>	Vilken miljöpolicy har företaget och strategisk miljöledning?		X
	Hur faller deras miljöarbete ut? (Eco-Efficiency)	X	
	Hur ser företagens miljörapportering ut?		
<i>Social</i>	Hur ser företagens samhällsansvar ut?		
	Hur arbetar företaget med Humankapital	X	
	Vilka arbetsvillkor har företaget?	X	
	Hur attraktivt är företaget att arbeta i?	X	
	Hur lyckas företagen behålla kompetent personal?	X	
	Vilken social rapportering gör företaget?	X	

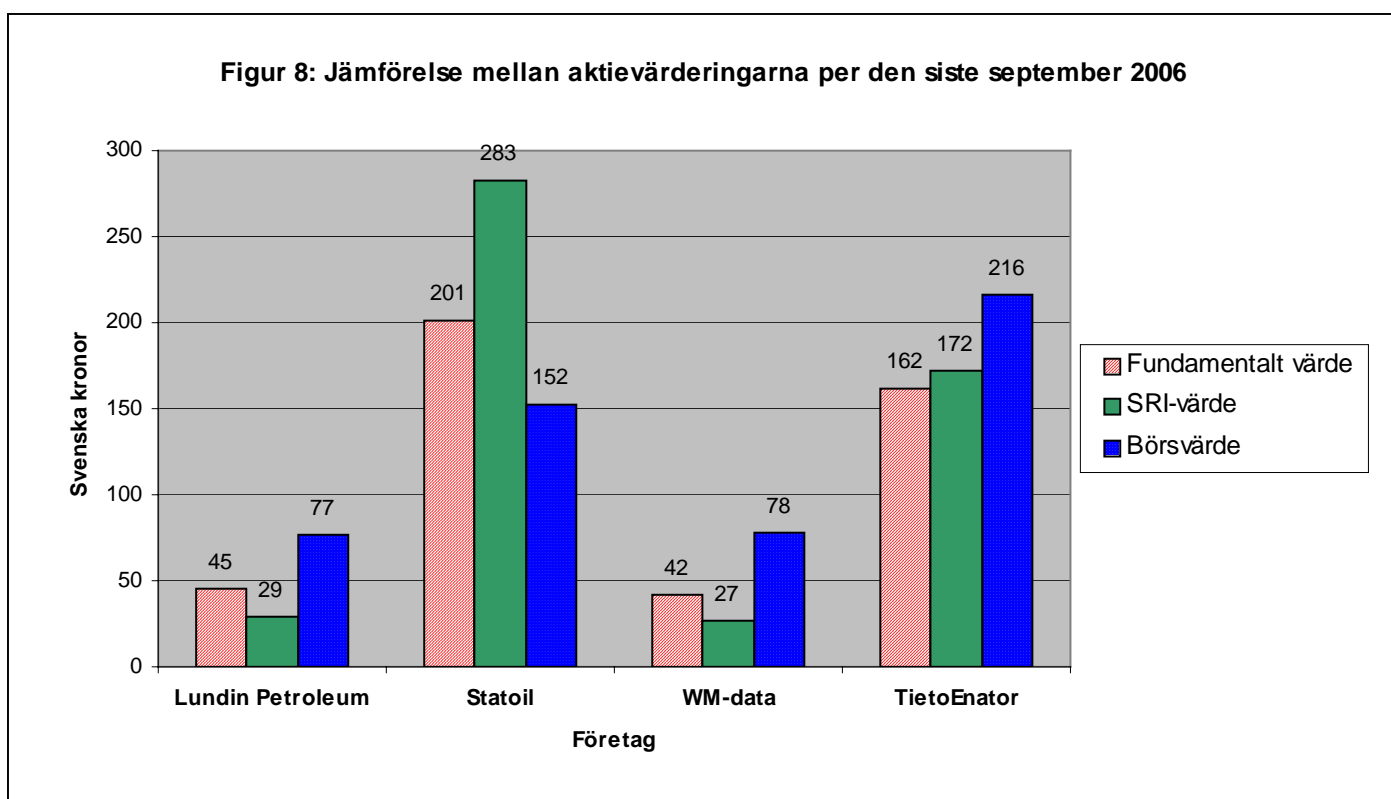
I exemplet med Lundin Petroleum ökar kostnaderna med 20 procent. Beräkningen ser ut som följande:

<b>Beräkningar</b>			
CAPM=	$r_e = r_f + (R_m - r_f) * \text{Beta}$	$R_e = 0,06 + (0,05 * 0,68)$	
MRP=(	$R_m - r_f$ )	CAPM =	<b>0,094</b>
WACCsys			
E=60%	$0,60 * 0,094$	<b>0,056</b>	
S = 40%	$0,40 * (0,07 * 0,72)$	<b>0,020</b>	
	*1,2	<b>0,024</b>	
T=100%		WACC sys =	<b>0,081</b>

## Resultat och analys av företagsvärderingarna<sup>106</sup>

Syftet med den här uppsatsen var att genomföra en jämförande studie av en Fundamental analys och en SRI-analys av fyra börsföretag. Undersökningen är baserad på värderingar av två företag från olje- och gasbranschen och två från IT-branschen. Värdet på aktien nuvärdesberäknades genom att diskontera de framtida kassaflödena. Börspriset på aktien är stängningskursen den 29 september 2006. Den information som företagsvärderingarna bedöms efter är det ackumulerade resultatet per den siste september 2006. Den huvudfråga som företagsvärderingen skulle ge svar på var om en SRI-värdering ger ett annat värde på aktien än den Fundamentala analysen? De två underliggande frågorna var om SRI-analysen ger ett aktievärde som stämmer bättre överens med börsvärdet? Eller om det är den Fundamentala analysen som bättre stämmer överens med börsvärdet?

Resultatet blev följande:



### ***SRI-värdet ger ett annat värde än det Fundamentala värdet***

Resultatet visar att en SRI-analys gav ett annat aktievärde än vad en Fundamental analys ger. Den procentuella skillnaden mellan värdet på aktierna mellan de olika värderingsmetoderna ligger mellan 6-36 procent. Den genomsnittliga skillnaden mellan det Fundamentala värdet på aktien och SRI-värdet på aktien är 27 procent.

I SRI-analysen användes något som benämns Hållbarhetsindikator. Den kvantifierar de sociala och miljömässiga kriterierna till ett finansiellt värde. De företag som anses ha lyckats

<sup>106</sup> Företagsvärderingarna är presenterade i bilaga 2-9.

att integrera de sociala och miljömässiga faktorerna får en positiv indikator. De som brister i sitt SRI-arbete får en negativ indikator. Resultatet av denna kvantifiering blev följande:

Företag	Hållbarhetsindikator
Lundin Petroleum	-0,2
Statoil	+0,2
WM-data	-0,2
Tieto Enator	+0,2 (Fick en positiv indikator trots brister i miljöbedömningen)

Det företag av de studerade som enligt SRI-analysen har lyckats bäst med att integrera de hållbara kriterierna i sin verksamhet är Statoil. Företaget fick ett högre aktievärde i SRI-analysen än i den Fundamentala analysen. Det omvända gäller också de företag som inte har lyckats med ett SRI-arbete (Lundin Petroleum och WM-data). De har fått ett lägre aktievärde i SRI-analysen än i den Fundamentala analysen. I företagsvärderingen av TietoEnator brast bolaget i bedömningen av deras miljöarbete, men fick ändå en indikator på +0,2. I efterhand och med ovan nämnda tolkning i åtanke kan denna bedömning ifrågasättas. TietoEnator borde ha haft en neutral indikator. I sådana fall skulle TietoEnators resultat bekräfta att företag med bra SRI-arbete får ett högre värde än den Fundamentala analysen och börspriset på aktien. TietoEnators aktiepris på börsen har även fluktuerat kraftigt det senaste året. Detta analyseras mer i stycket *Känslighetsanalys*.

En annan tolkning av resultatet är att de företag som är inom branscher som är utsatta för kritik för sin påverkan på miljö och ständigt bevakas i sitt arbete med mänskliga rättigheter, olje- och gasbranschen, är bra på att svara upp till SRI-kriterierna. I IT-branschen har arbetet för en hållbar utveckling inte haft lika stor betydelse för lönsamheten, vilket märks i bedömningen av bolagen.

### Det Fundamentala aktievärdet ligger närmast börspriset

Resultatet visar även att det är en skillnad mellan börsvärdet på aktien och aktievärdet som beräknas av de två modellerna. Det aktievärde som ligger närmast börsvärdet är det Fundamentala värdet, med undantag av TietoEnator. Den procentuella skillnaden mellan börsvärdet på aktien och det Fundamentala priset på aktien ligger i intervallet 24-46 procent, vilket i genomsnitt motsvarar 34 procent. Mellan SRI-värdet på aktien och börsvärdet på aktien är det en genomsnittlig skillnad på 51 procent. Skillnaderna mellan SRI-värdet och börsvärdet ligger i intervallet 38-80 procent. Den skillnaden är mycket högre än den skillnad som SAM brukar få i sina analyser. Enligt Clas-Henrik Ivarsson på SAM uppstår det en skillnad på +/- 20 procent mellan deras SRI-värdering och aktiepriserna på börsen.<sup>107</sup>

Det som är värt att notera är att resultatet visar att den Fundamentala analysen gav ett högre aktievärde åt de företag som är bra på att integrera de sociala och miljömässiga faktorerna i affärsverksamheten (Statoil) i jämförelse med börspriset. Den Fundamentala analysen gav även ett lägre värde åt de företag som inte har lyckats med detta (Lundin Petroleum och WM-data). En slutsats av detta kan vara att marknaden inte har lärt sig att värdera de hållbara kriterierna. Marknaden vare sig premierar företag med hållbara affärsidéer eller missgynnar affärsidéer som inte är hållbara.

<sup>107</sup> Intervju den 2006-12-06

## Känslighetsanalys

En anledning till att skillnaderna mellan börspriset på aktierna och uppsatsens aktievärderingar skulle kunna vara att uppsatsens företagsvärderingar bygger på felkonstruerade modeller eller fel på antagandena för värderingarna. Till stor del kan dock skillnaderna för WM-data och TietoEnator förklaras av marknadens förväntningar och naturliga fluktuationer. Anledningen till det höga priset på WM-datas aktie på börsen i september kan förklaras genom marknadens förväntan på det näraliggande styrelsebeslutet den 2 oktober 2006 om att godkänna LogicaCMGs uppköp av bolaget. TietoEnators aktiepris har sedan i slutet av 2005 fluktuerat kraftigt. Per den sista december 2005 var den värd 302 kronor och i slutet av mars var priset 168 kronor. I den Fundamentala analysen fick TietoEnator ett värde på 162 kronor, vilket ligger nära priset i mars. Aktien har därefter stigit. Detsamma gäller Statoil. I slutet av april 2006 var aktien uppe i 208 NOK. Därför kan den stora skillnaden mellan uppsatsens aktievärden och börsvärdet vara naturlig och behöver inte bero på fel i värderingsmodellen. För att testa tillförlitligheten i antagandena har en känslighetsanalys av respektive bolag genomförts. Detta presenteras nedan.

En anledning till att SRI-värdet skiljer sig från de övriga värdena är hållbarhetsindikatorn. Indikatorerna kan vara +0,2, +/-1 eller -0,2. I en matematisk korrekt modell skulle jag ha behövt vägt ihop bedömningen av det studerade kriteriet med hur stor betydelse kriteriet har för branschen. Poängbedömningen skulle därmed lika gärna ha varit +/-0,18 eller +/-0,23. För att underlätta arbetet har jag dock antagit +/-0,2. Den skillnad i aktievärde som SAM i genomsnitt får med sin SRI-analys i jämförelse med priset på aktien på börsen.

## Känslighetsanalys av värderingarna

För att testa tillförlitligheten av värderingarna genomfördes en känslighetsanalys, se bilaga 10 och bilaga 11. I analysen för både SRI-analysen och den Fundamentala analysen ändrades antagandena för omsättning, tillväxt och investeringar. Utav de två olika scenarierna som användes var den första hur det skulle se ut om utvecklingen för de studerade företagen blev bättre än förväntat. Faktorerna ändrades med + tio (10) procent. Det andra scenariot var om det skulle gå sämre än väntat, dvs. faktorerna ändrades med -tio (10) procent.

### Förändring av aktiepriset efter justering av investeringstillväxt

Vid en ökning med tio procent av investeringstillväxten förändrades aktiepriset med - sex (6) procent i genomsnitt. Förändringen är lika för de båda värderingsmodellerna. Vid en minskning av investeringstillväxten med tio procent ökade aktiepriset i genomsnitt med fyra (4) procent. Förändringen är lika för båda värderingsmodeller. Den största förändringen av aktiepriset har Lundin Petroleum. Vid en ökning av tillväxttakten minskar aktiepriset med 11 procent.

### Förändring av aktiepriset efter justering av omsättningstillväxt

Vid en ökning med tio procent av omsättningstillväxten förändrades aktiepriset med + 11 procent i genomsnitt. Förändringen är lika för de båda värderingsmodellerna. Vid en minskning av omsättningstillväxten med tio procent ökade aktiepriset i genomsnitt med 17 procent. Förändringen är lika för båda värderingsmodeller. Det är en ganska stor förändring. Den största förändringen av aktiepriset har även här Lundin Petroleum. Vid en ökning av tillväxttakten ökar aktiepriset med 17 procent, vilket även WM-datas aktiepris gör. Vid en minskning av tillväxttakten minskar dock Lundin Petroleums aktiepris med hela 30 procent. det visar hur pass sårbara bolaget är för förändringar.

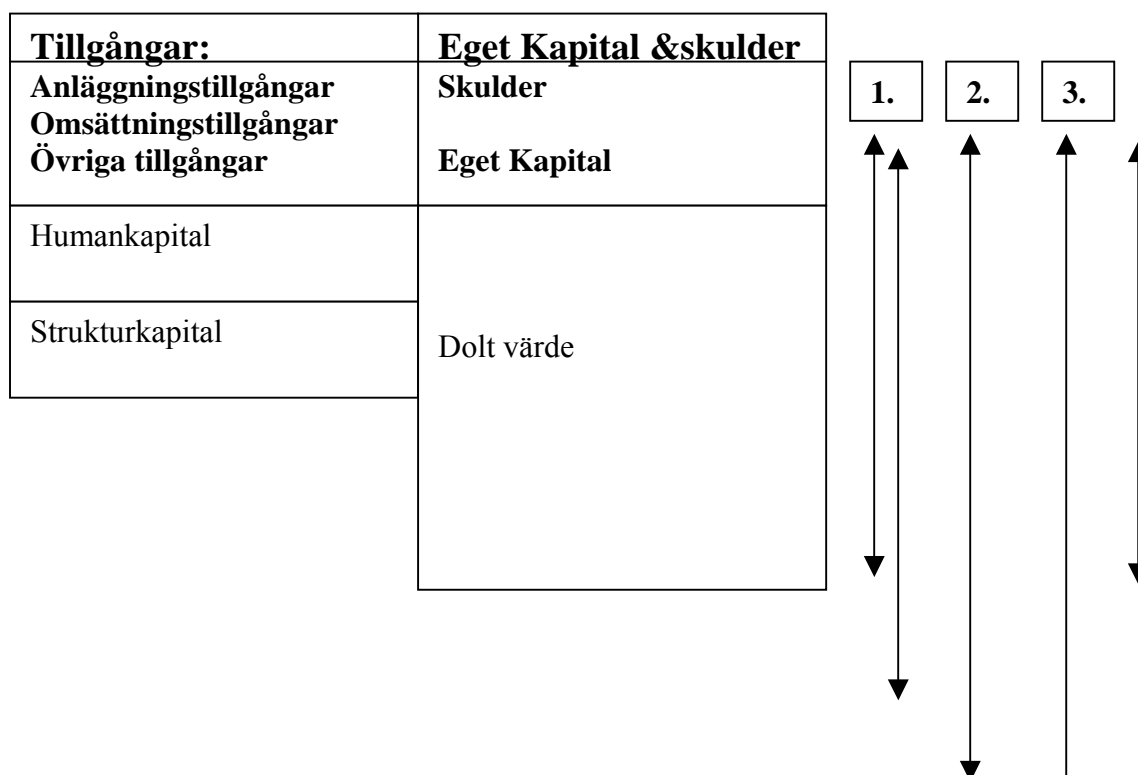
## Förändring av aktiepriset efter justering av evig tillväxt

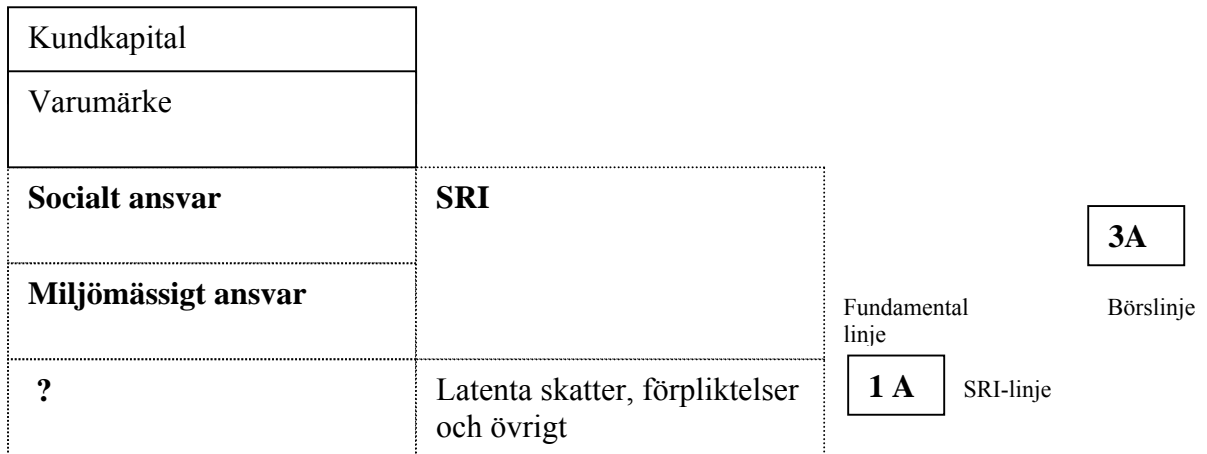
Det är i förändring av detta antagande som den största skillnaden ges. Det ger även en skillnad mellan den Fundamentala analysen och SRI-analysen. Vid en ökning med tio procent av den eviga tillväxten i den Fundamentala analysen, förändrades aktiepriset med i genomsnitt + 14 procent. Aktiepriset i SRI-analysen förändrades i genomsnitt med 19 procent. Den största prisökningen i den Fundamentala analysen står åter igen Lundin Petroleum för (23%). I SRI-analysen är det Statoil som står för en 48-procentig ökning av aktiepriset. I den Fundamentala analysen skulle deras värde öka med åtta (8) procent.

## Marknaden värderar inte all tillgänglig information

Som utgångspunkt för den teoretiska delen antog jag att priset på en aktie på börsen på en effektiv marknad är det korrekta värdet för aktien. Priset på aktien är korrekt eftersom den reflekterar vad marknaden anser att aktien är värd och är villiga att betala för den. Dessa tankar är hämtade från teorin om den effektiva marknaden. Anhängarna av den teorin anser att värdet på aktien bedöms efter all den information som är tillgänglig om företaget. Förutsatt att marknaden är effektiv. Utifrån resultaten och analysen av företagsvärderingarna ovan går det att ifrågasätta att börsvärdet speglar all den information som är tillgänglig. Marknaden verkar inte bedöma de miljömässiga och sociala värdena av ett företag. De företag som har ett sämre SRI-arbete har fått ett högre aktievärde på börsen än vad SRI-analysen och den Fundamentala analysen gav. Statoil som har fått ett högt värde i dessa värderingsmodeller har fått ett lägre pris på börsen.

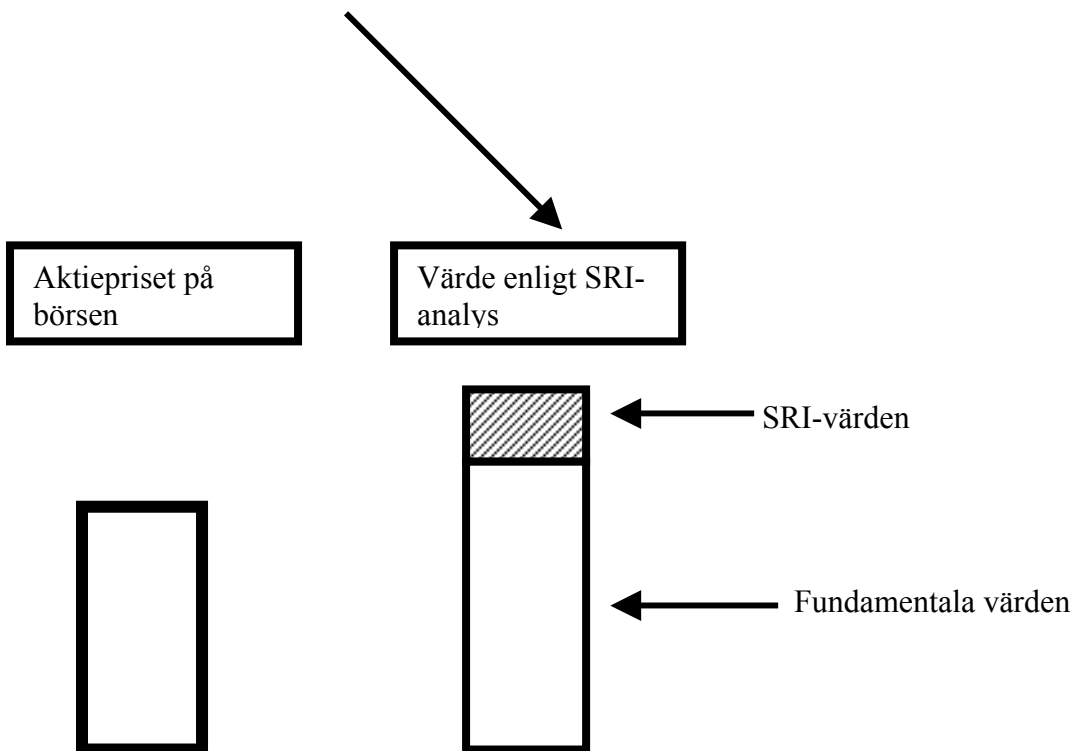
Utifrån resultatet och analysen av uppsatsens företagsvärderingar bör figur 1. *En förklaring av undersökningens syfte* som presenterades i metoddelen därför korrigeras, se nedan. Som tidigare nämndes så antogs marknaden bedöma all tillgänglig information om företaget. Börsvärdet ansågs därför motsvara hela företagets värde, se Linje 3, börslinjen. Resultatet av företagsvärderingarna visar istället att marknaden bedömer färre bedömningskriterier än både de analytiker som använder en Fundamental analys, se linje 1 och de som använder en SRI-analys, se linje 2. Därför har börslinjen efter resultatet av företagsvärderingarna kortats ned till 3A. Resultatet av företagsvärderingarna innebär att SRI-linjen, linje 2, behåller sin längd, men den Fundamentala linjen, linje 1, förlängs till 1A. Den Fundamentala analysen bedömer fler kriterier än vad som antogs i metoden.





I beskrivningen av SRI-analys visades ett exempel av en SRI-värdering av Toyota, se figur 7: *Företagsvärdering av Toyota enligt SRI-analys*. Enligt denna figur ska det Fundamentala värdet på en företags aktie med ett bra SRI-arbete vara lägre än börspriset på aktien. SRI-värdet på aktien ska enligt modellen ge ett högre värde än börspriset på aktien. Resultatet av företagsvärderingarna visar på en annan värderingssituation. Det Fundamentala värdet på aktien borde vara högre än börspriset. Med Statoil som exempel skulle figuren se ut enligt följande:

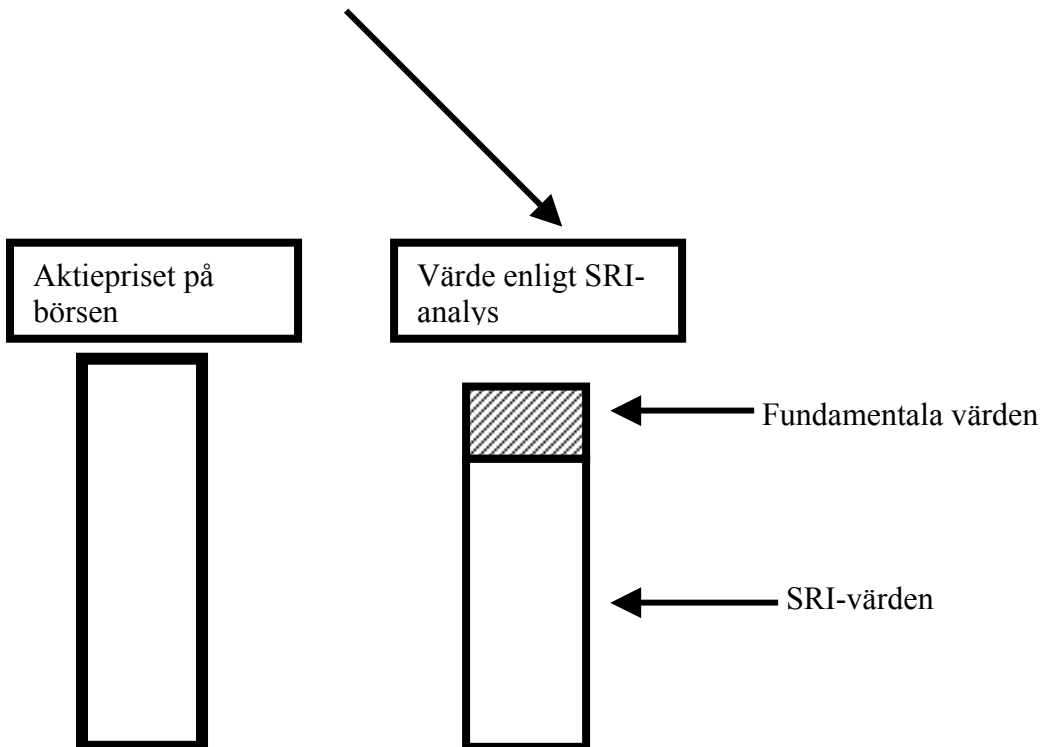
- högre avkastning på ägarkapital,
- högre tillväxt,
- lägre kapitalkostnad.



Figur 9: Företagsvärdering av Statoil enligt SRI-analys

För företag som enligt en SRI-analys inte uppfyller de uppställda kriterierna (Exempelvis Lundin Petroleum) borde värderingarna se ut som följer.

- lägre avkastning på ägarkapital,
- lägre tillväxt,
- högre kapitalkostnad.



Figur 10: Företagsvärdering av Lundin Petroleum enligt SRI-analys

### **Marknaden reflekterar inte en Fundamental analys**

Anhängare av teorin om den effektiva marknaden anser att aktievärdena på börsen speglar en relativt sofistikerad Fundamental analys. Resultatet av de företagsvärderingar som har gjorts visar att så inte är fallet. Det är ett glapp mellan börspriset på aktien och aktievärdet beräknat enligt den Fundamentala analysen. En av frågorna i den här uppsatsen var om de kriterier som används utöver de finansiella i SRI-modellen skulle kunna förklara glappet. Men som resultatet visar är det inte alls så. Den Fundamentala analysen ligger närmare börsvärdet än SRI-värdet på aktien. Det bekräftas även av den information som kom fram vid den intervju som genomfördes som jag tidigare har nämnt. Det uppstår en skillnad på +/- 20 procent mellan SAMs SRI-värderingar och aktiepriserna på börsen.<sup>108</sup>

### **Fundamental analys och hållbarhetskriterier**

I inledningskapitlet i stycket *Bakgrund* kritiserades de analytiker som använder en Fundamental analys för att den inte innehåller tillräckligt med kriterier. Resultatet i den här studien visar att den Fundamentala analysen ändå verkar ta hänsyn till fler kriterier än vad de övriga investerarna på börsen gör. Resultatet visar att värdet på aktierna för verksamheter som är bra på sociala och miljömässiga risker och utmaningar är högre än börsvärdet. Det kan bero på att de här företagen är generellt mer välskötta än andra som är en vanlig åsikt om företag

<sup>108</sup> Intervju den 2006-12-06

med hållbara affärsidéer.<sup>109</sup> Det behöver inte heller bero på att aktieanalytikerna har värderat sociala och miljömässiga kriterier. SRI-analysen visar ju på ett ännu högre värde när dessa kriterier värderas.

## ***Den Fundamentala analysen har brister***

I problemdiskussionen i inledningskapitlet tog jag upp följande problem:

- Svenska investerare bedömer inte de hållbara kriterier, vilket kan ha lett till att företag i vissa branscher (speciellt miljöteknikföretag) inte har tillgång till samma kapital som företag i andra branscher.
- Ett flertal studier visar att det finns ett statistiskt signifikant samband mellan hur ett företag hanterar miljömässiga och sociala risker och dess avkastning. Om inte analytiker bedömer dessa faktorer bör ju inte heller värderingen på aktien vara korrekt.

Utifrån det presenterade resultatet kan jag inte uttala mig om att företag i vissa branscher missgynnas. Företag som verkar i miljöteknikbranschen behöver ju inte vara socialt och miljömässigt effektiva. För att jag skulle ha kunnat svara på detta borde jag ha analyserat företag inom t.ex. miljöteknikbranschen. Det som går att säga är att företag som har minimerat risker och utmaningar som de identifierade trenderna innebär värderas inte efter dessa faktorer. Om analytiker skulle ta lika stor hänsyn till de här värdena som de finansiella skulle dessa företag få ett högre värde. Företag inom t.ex. miljöteknikbranschen har dock lösningar på problem som inom en snar framtid kommer att påverka alla i samhället och borde därför vara intressanta. Det verkar därför som investerare inte har den kunskapen om kommande trender som behövs.

Resultatet av företagsvärderingarna bekräftar det andra problemet. Analytiker bedömer inte alla kriterier som är tillgängliga, det visar ju skillnaden i värderingen mellan SRI och Fundamental analys samt börsvärdet. Därför går det att anta att aktievärderingarna inte är korrekta. Det går dock inte att anta att börsvärdet inte är korrekt. Det är snarare marknaden som inte har kunskap att bedöma alla kriterier.

## ***Resultatet Skapar förståelse för investerares låga tilltro till SRI***

I en av de undersökningar som presenterades i avsnittet om SRI, visade resultatet på att tilltron till SRI-analyser är låg. Hela 43 procent ansåg att SRI-arbete påverkar avkastningen negativt. Resultatet visar att detta är både rätt och fel. Den Fundamentala analysen väger upp värdet på en aktie för det företag som har lyckats med SRI-arbetet. Börsen har dock inte lärt sig att minska riskpremien hos dessa företag. Samtidigt så visare resultatet av företagsvärderingarna att börsvärdet på de företag som har lyckats med SRI är lägre i jämförelse med det Fundamentala värdet på aktien. Därför går det att förstå varför ett flertal investerare har en låg tilltro till SRI-arbete. Samtidigt visar ju företag som t.ex. Toyota att företag med bra SRI-arbete på lång sikt lyckas bättre än andra bilföretag med ett sämre SRI-arbete.

---

<sup>109</sup> Dagens Miljö, Lars-Olle Larsson, *Money Talks*, 2006, sid 2

# Slutsatser: Socially Responsible Investing i jämförelse med Fundamental analys

Syftet med den här uppsatsen var att genomföra en jämförande studie av en Fundamental analys och en SRI-analys av fyra börsföretag. Huvudfrågan var om en SRI-värdering ger ett annat värde på aktien än den Fundamentala analysen. Och om SRI-analysen ger ett aktievärde som stämmer bättre överens med börsvärdet? Eller om det är den Fundamentala analysen som bättre stämmer överens med börsvärdet? Efter en analys av företagsvärderingarna drogs följande slutsatser:

- *SRI-värderingarna gav ett annat värde på aktien än den Fundamentala analysen.* Resultatet visar att en SRI-analys ger ett annat aktievärde än vad en Fundamental analys ger. Den procentuella skillnaden mellan värdet på aktierna mellan de olika värderingsmetoderna ligger mellan 6-36 procent. Den genomsnittliga skillnaden mellan det Fundamentala värdet på aktien och SRI-värdet på aktien är 27 procent.
- *Den Fundamentala analysens aktievärde stämmer bättre överens med börsvärdet.* Resultatet visar att det är en skillnad mellan börsvärdet på aktien och aktievärdet som beräknas av de två modellerna. Det aktievärde som ligger närmast börsvärdet är det Fundamentala värdet. Det som är värt att notera är att resultatet visar att den Fundamentala analysen gav ett högre aktievärde åt de företag som är bra på att integrera de sociala och miljömässiga faktorerna i affärsverksamheten i jämförelse med börspriset. Den Fundamentala analysen gav även ett lägre värde åt de företag som inte har lyckats med detta.
- *Marknaden värderar inte all tillgänglig information.* Marknaden bedömer inte de miljömässiga och sociala värdena av ett företag. De företag som har ett sämre SRI-arbete har fått ett högre aktievärde på börsen än vad SRI-analysen och den Fundamentala analysen gav.
- *Marknaden reflekterar inte en Fundamental analys.* Anhängare av teorin om den effektiva marknaden anser att aktievärdena på börsen speglar en relativt sofistikerad Fundamental analys. Resultatet av de företagsvärderingar som har gjorts visar att så inte är fallet. Det är ett glapp mellan börspriset på aktien och aktievärdet beräknat enligt den Fundamentala analysen.
- *Fundamental analys och hållbarhetskriterier* Resultatet i den här studien visar att den Fundamentala analysen tar hänsyn till fler kriterier än vad de övriga investerarna på börsen gör. Resultatet visar att värdet på aktierna för verksamheter som är bra på sociala och miljömässiga risker och utmaningar är högre än börsvärdet.
- *Missgynnas särskilda branscher som t.ex. miljötekniksektorn?* Utifrån det presenterade resultatet kan jag inte uttala mig om att företag i vissa branscher missgynnas. Företag som verkar i miljöteknikbranschen behöver ju inte vara socialt och miljömässigt effektiva. Det som går att säga är att företag som har minimerat risker och utmaningar som de identifierade trenderna innebär värderas inte efter dessa faktorer.

- *Den Fundamentala analysen har brister.*  
Analytiker bedömer inte alla kriterier som är tillgängliga. Skillnaden i aktievärderingarna mellan SRI och Fundamental analys samt börsvärdet visar detta.
- *Resultatet skapar förståelse för investerares låga tilltro till SRI.*  
I en av de undersökningar som presenterades i avsnittet om SRI, visade resultatet på att tilltron till SRI-analyser är låg. Hela 43 procent ansåg att SRI-arbete påverkar avkastningen negativt. Det är förståeligt eftersom börsvärdet på de företag som har lyckats med SRI är lägre i jämförelse med det Fundamentala värdet på aktien och börsvärdet för samma aktie.

## Avslutande diskussion — hur ska SRI-värden bedömas?

Den viktigaste slutsatsen i uppsatsen anser jag är att hur ett företag arbetar med de sociala och miljömässiga riskerna och utmaningarna verkligen påverkar ett aktievärde. Det som även är intressant är att den Fundamentala modellen faktiskt värderar andra värden än rent finansiella. En annan viktig slutsats var att marknaden inte minskar riskpremien för de företag som tar hänsyn till de sociala och miljömässiga kraven. Dessa slutsatser ska dock tolkas med försiktighet eftersom de är baserade på fyra värderingar.

Det sistnämnda kan tolkas på två olika sätt. Antingen har marknaden bristande kunskaper i hur de ska bedöma dessa kriterier eller så anser aktörerna på marknaden att de inte har någon betydelse för företagets framtida värde. Min åsikt är att båda förklaringarna stämmer och att de kommer att ändras inom en snar framtid. Den sista förklaringen borde redan till viss del ha ändrats. Marknaden borde kunna identifiera de kommande miljömässiga och sociala trenderna som kommer att förändra framtidens företagande. Hotet om klimatförändringar t.ex. har redan gjort att företag måste anpassa sig till en lägre energiförbrukning. De ökade kraven på att företag ska uppfylla krav på mänskliga rättigheter i sin produktion i låglöneländer. Behovet av nya lösningar borde vara så uppenbart även för investerare. Det borde även vara uppenbart vilka finansiella risker det innebär att investera i företag som inte anpassar sig till framtida trender.

Marknaden kommer inom en snar framtid att förstå att dessa kriterier har en betydelse för en akties värde, vilket kommer att öka behoven av SRI-analyser. Frågan är bara hur de ska bedöma dessa kriterier. De svenska finansiella aktörerna som idag sysslar med SRI-investeringar (Robur, Banco, Folksam och KPA) har stora brister i sin modell. Min syn på en hållbar investering är att de sociala och miljömässiga värdena i ett företag har samma betydelse som de finansiella värdena. Hos de svenska aktörerna är den Fundamentala analysen fortfarande dominerande och den finansiella analysen avgör. Etik- och miljöanalytikerna sitter avskilt från de finansiella analytikerna. De företag som anses uppfylla fondbolagens uppställda sociala och miljömässiga kriterier lämnas över till finansanalytikerna. Därefter genomför de en traditionell finansiell värdering av företaget. De sociala och miljömässiga kraven bedöms inte. Det här innebär att det finns en stor potential hos de analysföretag eller fondbolag som vill ligga steget före sina konkurrenter. Om de finansiella aktörerna satsar på att få fram en SRI-modell där alla kriterier bedöms på samma sätt kan de vinna mycket på detta.

En stor svaghet i undersökningen har dels varit att alldeles för få företag har värderats, dels att SRI-modellen är alldeles för enkelt uppbyggd. Anledningen till att enbart fyra företag har studerats är att det tar en väldigt lång tid att sätta sig in i branschen som företaget verkar i och vilken strategi som företaget använder. Anledningen till att jag var tvungen att ta fram en egen SRI-modell var att ingen av de modeller som de svenska SRI-analytikerna använder var av tillräcklig kvalitet. Det som har gjort att de svenska aktörerna inte har en helt hållbar analys kan bero på att det är inte helt lätt att ”översätta” de mjuka värdena till finansiella värden. Svårigheten med att bedöma de hållbara kriterierna har därför inneburit att den modell som jag har tagit fram har en del brister. Den är t.ex. alldeles för enkel uppbyggd för att kunna ge något exakt värde på ett företag. En anledning till att SRI-värdet skiljer sig från de övriga värdena är hållbarhetsindikatorn. Indikatorerna för värderingarna har jag antagit till +0,2, +/-1

eller  $-0,2$ . I en matematisk korrekt modell skulle jag ha behövt vägt ihop bedömningen av det studerade kriteriet med hur stor betydelse kriteriet har för branschen. Poängbedömningen skulle därmed lika gärna ha varit  $\pm 0,18$  eller  $\pm 0,23$ . För att underlätta arbetet har jag dock antagit  $\pm 0,2$ . Den skillnad i aktievärde som SAM i genomsnitt får med sin SRI-analys i jämförelse med priset på aktien på börserna. Ett annat problem med SRI-modellen är att den kan ses som en utökad Fundamental modell. Det är bara fler kriterier som bedöms. Det vore intressant att hitta ett helt nytt värderingsperspektiv på företag istället för att tänka i ”gamla” banor.

Behovet av ett större undersökningsunderlag från ett vetenskapligt perspektiv för att kunna utveckla forskningen om aktievärderingen och behovet från de finansiella aktörerna att ta fram en statistiskt signifikant SRI-modell leder fram till mitt förslag på fortsatta forskning. Förslaget är att en utvald finansiell aktör tillsammans med den akademiska sfären skulle kunna skapa en modell för SRI.

Det går inte att förutspå kursutvecklingen. Ett bevis på detta enligt anhängarna till EMT är att det inte finns någon som på lång sikt har kunnat få högre avkastning än någon annan. Andra hävdar att det finns bevis på att det har skett. Ett exempel på det är George Soros. Enligt EMT beror det inte på att någon modell är bättre än någon annan på att överträffa börsindex eller en slumpmässigt vald aktieportfölj. Det beror på att vissa personer är slumpmässigt utvalda att lyckas. Morgondagens aktiekurser har heller inget samband med gårdagens. Det finns inga mönster och inga trender.<sup>110</sup> Om vi studerar fallet med de miljöteknikfonder som har gett en högre avkastning än mer traditionella fonder. Kan det innebära att det finns en sådan otrolig efterfrågan på dessa produkter och tjänster att vi kommer att kunna se en förändring? En SRI-modell för aktievärdering skulle kanske i alla fall kunna bidra till en någorlunda säkrare värdering. Det beror ju på att fler värden studeras.

---

<sup>110</sup> Tradingguiden, kapitel 12, 02-01-30

# Källförteckning

## Litteratur

Denscombe, M. 2000, *Forskningshandboken - för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskapen*, Studentlitteratur, Lund

De Ridder, A. Vinell, L. 1995, *Aktiers avkastning och risk*, Norstedts Juridik, Stockholm, 1:a upplagan

Johannessen, A. Tufte, P. 2003, *Introduktion till Samhällsvetenskaplig metod*, Liber AB

Nilsson, H. Isaksson, A, Martikainen, T, 2002, *Företagsvärdering med fundamental analys*, Studentlitteratur, Lund

O'Loughlin, J. (JOL Consulting), Thamotheram, R. (USS), 2006, *Enhanced analytics for a new generation of Investors. How the Investment Industry can Use Extra-Financial Factors in Investing*. USS Universities Superannuation Scheme Limited. Production Relief Ltd

Palepu, K. Healy, P. Bernard, V. 2004, *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*, Thomson Learning, Watertown, 3:e upplagan

Ross, S. Westerfield, R. Jaffe, J. 2005, *Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 7:e upplagan

## Artiklar

Emfel, M. Dagens Miljö, Nummer 9, Årgång 4 oktober, 2006, "Finansiering svagaste länken"

Hamilton, I. Agnvall, D, Dagens Miljö, Nummer 9, Årgång 4 oktober, 2006, "Vår rapport visar hur miljöteknik blir lönsam"

Bengtsson, V. Dagens Miljö, Nummer 10, Årgång 4 november 2006. "Sverige behöver nya riskkapitalister"

Larsson, L. Dagens Miljö, Nummer 11, Årgång 4 december 2006, "Money Talks"

Fama, E. The Journal of Finance, 1970 "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work"

Bror, H. Dagens Nyheter, 13 november 2006, "Plötsligt är alla miljöväänner"

## Elektroniska källor

Bengtsson, V. Dagens Miljö, 2006-09-20, "Finansanalytiker kräver bättre information om miljöskulder".

([http://dagensmiljo.idg.se/ArticlePages/200601/10/20060110132701\\_DMI/20060110132701\\_DMI.dbp.asp](http://dagensmiljo.idg.se/ArticlePages/200601/10/20060110132701_DMI/20060110132701_DMI.dbp.asp))

NUTEK, augusti 2006, ”Potential för investeringar i svenska miljöteknikbolag”  
<http://www.nutek.se>

The Market Classroom, 2006-10-15, “What is the Efficient Market Hypothesis?”  
<http://www.geocities.com/themarketclassroom/content2.html>

Tradingguiden, 02-01-30, ”Allt du behöver veta om fundamental analys?” kapitel 9,  
<http://www.investeraren.se/marknaden.pdf>

Tradingguiden, 02-01-30, ”Du kan inte slå index, eller?” kapitel 12,  
<http://www.investeraren.se/marknaden.pdf>

SVN Swedens Nyhetsbrev Näring & Liv för november 2006, <http://www.svnsweden.com/>

[http://www.eurosif.org/media/news/eurosif\\_launches\\_prime\\_toolkit](http://www.eurosif.org/media/news/eurosif_launches_prime_toolkit) 2006-12-05

[http://www.eurosif.org/content/download/584/3563/version/1/file/008\\_eurosif-sri-study-2006.pdf](http://www.eurosif.org/content/download/584/3563/version/1/file/008_eurosif-sri-study-2006.pdf) 2006-12-05

<http://www2.dfid.gov.uk/news/files/extractiveindustries.asp>, Extractive Industries Potentially material social, ethical & environmental risks, 2006-12-10

<http://www.energikunskap.se/web/otherapp/Ekunskap.nsf> 2006-12-04

SWESIF-Sveriges Forum För Hållbara Investeringar, september-december 2006,  
<http://www.swesif.org>.

## **Muntliga källor**

Clas-Henrik Ivarsson, Sustainable Asset Management, Nordenansvarig, Intervju den 6 december 2006

Stefan Henningsson, NUTEK, Handläggare på avdelningen för Hållbart företagande, telefonsamtal den 6 december 2006

## **Årsredovisningar, kvartalsrapporter och information om SRI-modeller**

Årsredovisningar, kvartalsrapporter och information om SRI-modeller har laddats ned från följande bolags hemsidor:

Lundin Petroleum  
Statoil  
TietoEnator  
WM-data

KPA  
Banco  
Robur  
Folksam

Utöver detta har jag i min intervju fått ta del av följande material:

SAM, Price Waterhouse Coopers, 2006, *The Sustainability Yearbook, Insights from SAM's Sustainability Research and PwC's Approach to Governance, Risk and Compliance*

SAM, Sustainable Asset Management, November 2006, *Capturing New Drivers of Investment*

SAM, Sustainable Asset Management, November 2006, *Investment Process, Investing in Sustainability*

## **Figurförteckning**

*Figur 1. En förklaring av undersökningens syfte*

*Figur 2: Den Fundamentala analysens huvudmoment*

*Figur 3: Analysfaktorer i företagens omvärld*

*Figur 4: Konkurrensfaktorer i branschanalysen*

*Figur 5: Exempel på uppställning för SWOT-analysen*

*Figur 6: Hållbara kriteriers påverkan på företagens värde*

*Figur 7: Företagsvärdering av Toyota enligt SRI-analys*

*Figur 8: Jämförelse mellan aktievärderingarna per den siste september 2006*

*Figur 9: Företagsvärdering av Statoil enligt SRI-analys*

*Figur 10: Företagsvärdering av Lundin Petroleum enligt SRI-analys*

# Bilaga 1: Intervjufrågor

Följande frågor ställdes vid intervjun:

1. Beskriv er investeringsfilosofi.
2. Hur går ni i detalj tillväga för att värdera ett företag?
3. Beskriv i detalj hur ni kopplar ihop de sociala och miljömässiga värdena med den finansiella analysen?
4. Vad anser du skiljer er bedömningsmodell från andra mer traditionella?
5. Varför har ni valt att bedöma ett företag på det här sättet?
6. Är det företag i vissa branscher som får bättre resultat med er analys än andra?
7. Om så är fallet, vilken eller vilka branscher handlar det om?
8. Kan du ge några exempel på företag som ger ett annat värde vid en värdering med er modell i jämförelse med ett mer traditionellt sätt att värdera ett företag på?
9. Vad tror du att ett värde på ett företag består av?
10. Vad tror du att ett pris på en aktie på börsen beror på?
11. I många fall skiljer det värde som en analytiker beräknar oftast från det pris som företagets aktie har på börsen. Blir det likadant med er modell?
12. Vad tror du att glappet mellan priset på börsen och värderingen beror på?

## **Bilaga 2**

Värdering Lundin Petroleum  
utifrån Fundamental analys

# Innehållsförteckning

1	FÖRETAGETS HISTORIK OCH NUVARANDE VERKSAMHET .....	3
2	STYRELSE, LEDNINGSGRUPP OCH ORGANISATION .....	3
2.2	<i>Personalpolitik</i> .....	4
3	FAKTISKA OCH POTENTIELLA PRODUKTER SAMT PRODUKTIONSPROCESS .....	4
3.1	<i>Översikt</i> .....	4
3.2	<i>Produktionsprocess</i> .....	4
4	FORSKNING OCH UTVECKLING .....	5
5	INVESTERINGAR .....	5
6	FAKTISKA OCH POTENTIELLA MARKNADER .....	5
6.1	<i>Försäljningsciffror för marknaden</i> .....	5
7	KONKURRENSANALYS .....	6
8	BRANSCHANALYS .....	6
8.1	<i>Graden av konkurrens bland existerande företag</i> .....	6
8.2	<i>Hot från nya aktörer</i> .....	6
8.3	<i>Substitut</i> .....	7
8.4	<i>Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka</i> .....	7
9	STRATEGI FÖR HÅLLBAR UTVECKLING .....	7
9.1	<i>Översikt</i> .....	7
9.2	<i>Företagets arbete med hållbar utveckling</i> .....	7
10	LAGAR OCH FÖRORDNINGAR .....	8
11	SAMHÄLSEKONOMISK UTVECKLING OCH MILJÖ .....	8
12	SWOT-ANALYS .....	9
12.1	<i>Styrkor</i> .....	9
12.2	<i>Svagheter</i> .....	9
12.3	<i>Möjligheter</i> .....	10
12.4	<i>Hot</i> .....	10
13	REDOVISNINGSANALYS .....	10
13.1	<i>Redovisningsprinciper</i> .....	10
13.2	<i>Noter</i> .....	10
14	FINANSIELL ANALYS .....	12
15	ANTAGANDEN .....	13
16	ANALYS AV PROFORMA .....	15
17	SLUTSATSER LUNDIN PETROLEUM .....	18

# 1 Företagets historik och nuvarande verksamhet

Lundin Petroleum AB prospekterar efter och producerar olja och naturgas. Produktionen ska enligt företaget ske på ett ekonomisk effektivt, samhälleligt och miljömässigt ansvarsfullt sätt. Dessutom ska verksamheten komma till nytta för aktieägarna, anställda och samarbetspartners. Lundin Petroleum's verksamhet finns i 13 länder bl.a. i Storbritannien, Norge och Nigeria. Den mest lönsamma marknaden 2005 var Broomfältet i Storbritannien.

Lundin Petroleum är ett resultat av Talisman Energy Incs. förvärv av Lundin Oil AB år 2001. År 2001 började aktiehandeln i Lundin Petroleum på Nya marknaden på Stockholmsbörsen. Oktober år 2003 lanserades de på Stockholmsbörsens O-lista för att ett år senare befinna sig på Attract 40-lista.

Lundin Petroleum har existerande bevisade och sannolika reserver på 146,1 miljoner fat oljeekvivalenter (mmbøe) och en förväntad produktion 2006, netto om 29 000 - 30 000 fat oljeekvivalenter per dag (boepd). Detta innebär att Lundin Petroleum enbart har 0,7 promille av världsmarknaden.

## 2 Styrelse, ledningsgrupp och organisation

### 2.1.1 Ledning

Chefen för respektive geografiskt affärsområde har ansvaret för verksamheten, bolagets tillgångar, att fastställda resultatmål uppnås och att samtliga interna regler och riktlinjer följs. Dock har Verkställande direktör det övergripande ansvaret för hela Lundin Petroleum's verksamhet.

#### Ledningsgruppens sammansättning

C. Ashley Heppenstall  
Alexandre Schneider  
Geoffrey Turbott  
Christine Batruch  
Chris Bruijnzeels  
Tim Coulter  
Jeffrey Fountain

#### Post

Vd och Koncernchef  
Vice vd och Chief Operating Officer  
Finansdirektör  
Direktör Corporate Responsibility  
Direktör reservoar och produktion  
Direktör verksamhetsansvarig  
Bolagsjurist

### 2.1.2 Styrelse

Enligt Lundin Petroleum's bolagsordning ska styrelsen bestå av minst tre och högst tio ledamöter. Idag utgörs styrelsen utav nio stycken medlemmar. Styrelsen ska hålla minst fem ordinarie styrelsemöten per år där bolagets finansiella ställning och affärsmöjligheter går igenom samt att de etiska riktlinjer för företaget upprätthålls. Enligt Svensk kod för bolagsstyrning är majoriteten av ledamöterna oberoende av företaget. Ett exempel på detta är att ordföranden inte är anställd av företaget, erhåller inget arvode samt är inte berättigad att delta i företaget's incitamentprogram.

#### Styrelsesammansättning

<u>Styrelsesammansättning</u>	<u>Post</u>	<u>Invald</u>
Ian H. Lundin	Ordförande	2001
Adolf H. Lundin	Hedersordförande	2001
C. Ashley Heppenstall	Koncernchef och vd	2001
Carl Bildt	Styrelseledamot	2001 (avgick 6 oktober -06)
Viveca Ax:sson Jonsson	Styrelseledamot	2005
Kai Hietarinta	Styrelseledamot	2001
Lukas H. Lundin	Styrelseledamot	2001
William Rand	Styrelseledamot	2001
Magnus Unger	Styrelseledamot	2001

Alla styrelsemedlemmar har en gedigen bakgrund och erfarenhet från tidigare styrelsearbeten och finansiella verksamheter i större aktiebolag. I ett framtidsperspektiv borde styrelsen möjligtvis kompletteras med en erfarenhet inom förnyelsebar energi för att hitta nya marknader.

## 2.2 Personalpolitik

Lundin Petroleum anser att en av branschens svagheter är bristen på kompetent personal. Det beror på att det inte tidigare har gjorts tillräckliga investeringar i utbildning och rekrytering av personal de senaste åren. Därför ser Lundin Petroleum företaget personalvård som en av de viktigaste punkterna för verksamhetens tillväxt. Lundin Petroleum satsar t.ex. på en framgångsbaserad ersättning och en arbetsmiljö med snabba beslutsprocesser. De har även upprättat en Uppförandekod, vilken anger de riktlinjer personalen ska agera efter. Den fastställer även det ansvar företaget har gentemot aktieägare, anställda, värdländer, lokalbefolkning och samhället i stort. Dessutom utgörs Uppförandekoden av de affärsprinciper som tar hänsyn lagar, rättvisa och jämlikhet. Med en resultatnriktad personalpolitik måste personalen prestera och därmed vara mer effektiva.

Företaget har sedan starten 2001 anställt flertalet tekniskt kompetenta medarbetare. Idag arbetar omkring 200 anställda inom verksamheten. Ungefär 80 procent utav personalstyrkan utgörs av män.

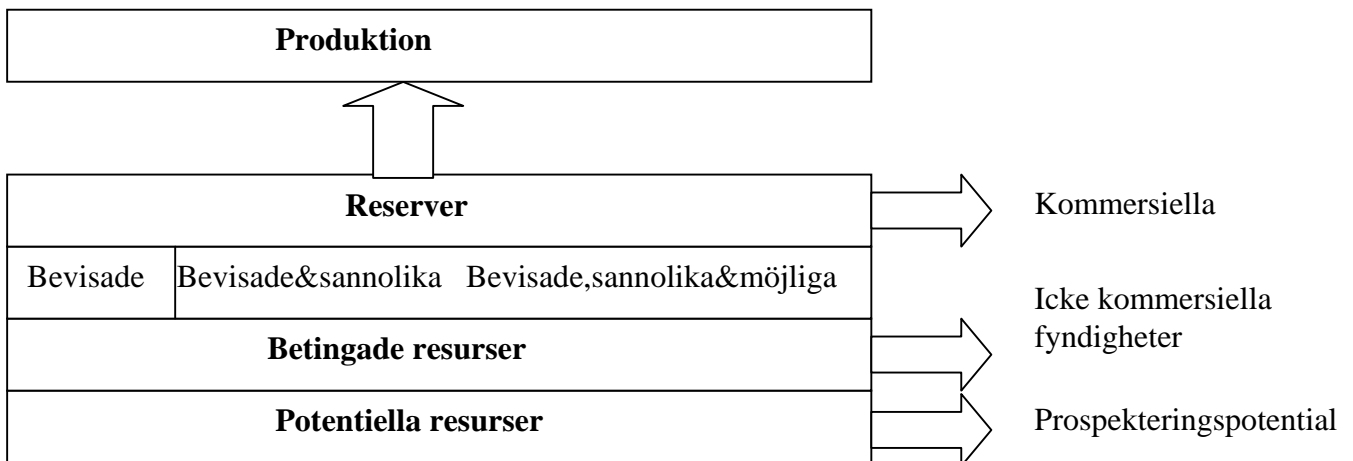
## 3 Faktiska och potentiella produkter samt produktionsprocess

### 3.1 Översikt

Lundin Petroleums verksamhet bygger på att prospektera, bygga ut, producera och förvärva olje- och gasreserver. De genomför borrningar dels på land och dels i haven från offshore plattformar för att finna olje- och gastillgångar. Företaget ser sig själva som ett mindre bolag och tar därför på sig uppdrag av mindre karaktär till skillnad från deras större konkurrenter. Eftersom Lundin Petroleum aktivt letar mindre riskprojekt som många av deras konkurrenter avböjer finns goda tillfällen till att realisera prospekteringsobjekt.

### 3.2 Produktionsprocess

Lundin Petroleums produktionsprocess kan delas in i olika stadier. Den kan exemplifieras med modellen nedan:



## 4 Forskning och utveckling

Lundin Petroleum bedriver idag ingen större satsning på forskning inom olja- och gasbranschen utan väljer att outsourca den kompetensen. Lundin Petroleum är t.ex. delfinansiärer till Uppsala Hydrocarbon Depletion Group och Kjell Aleklets arbete om "Peak Oil". Syftet med Aleklets arbete är att få en obunden bedömning av oljereserverna i världen. Istället för att internt satsa på forskning satsar företaget på olje- och gasförvärv i jakten på ny kompetens och nya fyndigheter. Det kan ses som en nackdel att Lundin Petroleum inte bedriver forskning i egen regi eftersom det kan leda till att det blir dyrare att få ny teknologi och kompetens. I ett längre perspektiv kan det innebära att Lundin Petroleum hamnar på efterkälke.

## 5 Investeringar

För att nå målsättningen om att kontinuerligt expandera verksamheten behöver Lundin Petroleum identifiera nya prospekteringsmöjligheter och göra dem kommersiellt utvinningsbara. Därför satsas stora resurser på investeringar i framförallt nya anläggningar men även företagsförvärv. Prospekteringen kräver ett långsiktigt investeringsperspektiv och för 2006 kommer verksamheten att utökas med 15 nya borrhningar som inte bara kommer att generera nya intäkter under 2006 utan även under de större intäkter i framtiden. Investeringsbudgeten för utbyggnadsprojekt och prospektering för år 2006 är över 300 MUSD.

## 6 Faktiska och potentiella marknader

Lundin Petroleums är aktiv på marknaden för råolja och naturgas. Råolja och naturgas förekommer på alla kontinenter i världen. De största bevisade råoljereserverna finns i Mellanöstern, därefter Ryssland/Kaspien och Afrika. Världens totalt bevisade oljereserver uppgick vid slutet av år 2004 till 1 189 miljarder fat, varav 62 procent finns i Mellanöstern. Vid slutet av 2004 hade Mellanöstern 40 procent av det 179,5 tusen miljarder m<sup>2</sup> bevisade gasreserver i världen.

### 6.1 Försäljningssiffror för marknaden

Försäljning av olja och gas för räkenskapsåret som avslutades den 31 december 2005 uppgick till 3 995,5 MSEK (2 344,0 MSEK). Produktionen för perioden uppgick till 12 083 451 (9 755 455) fat oljeekvivalenter (boe), vilket motsvarar 33 190 (28 921) boe per dag (boepd). Uppnått genomsnittspris per boe för räkenskapsåret som avslutades den 31 december 2005 var 52,93 USD (37,67 USD).

Produktionen kommer idag från tillgångar i Frankrike, Holland, Indonesien, Norge, Ryssland, Storbritannien, Tunisien, och Venezuela. Lundin Petroleum tror att de i dessa områden finns ännu icke utbyggda olje- och gas fyndigheter samt pågående prospekteringsarbete. Lundin Petroleum har även prospekteringstillgångar i Sudan, Irland, Albanien och Nigeria.

Lundin Petroleum har existerande bevisade och sannolika reserver på 146,1 miljoner fat oljeekvivalenter (mboe) och en förväntad produktion 2006, netto om 29 000 - 30 000 fat oljeekvivalenter per dag (boepd).

Olja transporteras från producent och konsument primärt med fartyg. Oljepriset för olika kvaliteter är relativt homogent på världsmarknaden. Gas transporteras främst genom pipelines. Priset varierar därför beroende på borrhningens geografiska placering i förhållande till konsumenterna.

Land	Koncernen 2005	Koncernen 2004
<b>Storbritannien</b>		
-Kvantitet i boe	7 240 996	3 674 000
-Genomsnittspris per boe	54,56	41,75
<b>Frankrike</b>		
-Kvantitet i boe	1 563 840	1 563 576
-Genomsnittspris per boe	53,75	36,90
<b>Norge</b>		
-Kvantitet i boe	372 356	870 746
-Genomsnittspris per boe	51,45	37,92
<b>Nederländerna</b>		
-Kvantitet i boe	855 397	948 548

-Genomsnittspris per boe	37,45	25,43
<b>Indonesien</b>		
-Kvantitet i boe	495 852	579 522
-Genomsnittspris per boe	48,90	34,79
<b>Tunisien</b>		
-Kvantitet i boe	328 627	677 923
-Genomsnittspris per boe	62,53	38,65
<b>Irland</b>		
-Kvantitet i boe	24 107	121 371
-Genomsnittspris per boe	33,31	26,24
<b>Total</b>		
-Kvantitet i boe	<b>10 881 175</b>	8 435 686
-Genomsnittspris per boe	<b>52,93</b>	37,67

## 7 Konkurrensanalys

Lundin Petroleum ser sig själva som ett litet oberoende olje- och gasbolag i en tillväxtfas som i jämförelse med de stora oljebolagen har möjligt att erbjuda kompetent personal en flexibel arbetsplats med korta beslutsprocesser. De följer en strategi som huvudsakligen kan delas upp i fyra delar.

Den första delen är att de investerar i ny prospektering för att organiskt öka reservbasen och i mogna tillgångar för att maximera lönsamheten genom borrningar, workovers och förbättrad utvinningsteknik. Denna del förutsätter en god likviditet. Den andra delen är att de effektivt ska exploatera sina tillgångar. Den tredje delen är att de har de personella resurserna som krävs. Till sist är att de är villiga att investera i utvecklingsländer, vilket innebär ofta att risken för politiska konflikter är hög eller det redan pågår en konflikt. Där ett måste enligt Lundin Petroleum att satsa på dessa länder eftersom det blir allt svårare att lokalisera framtida olje- och gasreserver. Lundin Petroleum vill vara det självklara valet för branschföretag och stater i dessa områden som söker samarbetspartners.

## 8 Branschanalys

Konkurrenterna på marknaden för olja och gas består främst av nationella oljebolag såsom Statoil och Aramco och de stora integrerade företagen som t.ex. Shell, BP och Exxon. Ett integrerat företag sysslar både med s.k. upstream och downstream produktion vilket innebär att de tar upp olja och raffinerar den samt försäkrar den lokala energiförsörjningen. Lundin Petroleum är ett oberoende företag som fokuserar sin verksamhet på upstream, prospektering och produktion.

Oljebranschen påverkas till stor del av OPEC (Organization of Petroleum Exporting Countries). Det är en internationell organisation som består av princip alla oljeproducerande länder i Mellanöstern och Nordafrika. Organisationen anses ha mycket makt över världsmarknadspriset på råolja. OPEC-ländernas nuvarande produktion utgör cirka 40 procent av världproduktionen. De bestämmer t.ex. hur mycket olja som medlemmarna ska producera under ett år, vilket påverkar priset på olja.

Branschen generell karaktäriseras i genomsnitt av en tillväxt på drygt 2-3 procent per år. Dock har Lundin Petroleum haft under 2005 en tillväxt på

### 8.1 Graden av konkurrens bland existerande företag

På marknaden för olja och naturgas är konkurrensen stenhård eftersom det råder begränsade tillgångar på naturresurserna som ska delas på ett flertal aktörer på marknaden. Det finns även en stor likviditet på marknaden som gör att det för befintliga aktörer är svårt att kunna köpa nya fyndigheter. Konkurrensen mellan företagen innebär dock ingen dumpning av priserna eftersom det råder så pass stor efterfrågan på olja- och gas.

### 8.2 Hot från nya aktörer

Risken för konkurrens från nyetablerade olje- och gasföretag är emellertid minimal eftersom det krävs stora kapitalresurser, kunskap och erfarenheter för att kunna etablera sig på marknaden.

### 8.3 Substitut

Ett flertal substitut till olja- och gas finns, både fossila och förnyelsebara bränslen. Exempel på detta är etanol, bränsleceller, kol, biodisel och kärnkraft. Dock är det länge till samhället kommer att kunna ställa om sig och göra sig av med sitt olje- och gasberoende. Efterfrågan på olja och gas ökar i takt med att världsekonomin ökar, speciellt i utvecklingsländerna.

### 8.4 Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka

Eftersom det råder en begränsad tillgång på olja- och gastillgångar har säljarna en stark förhandlingsstyrka i jämförelse med köparnas. Efterfrågan på olja är cirka 50 gånger större än vad som idag produceras och därmed kan säljarna ta ut ett högt pris på olja. Världen konsumerar två fat olja för varje nytt fat som upptäcks.

I ett längre perspektiv går åsikterna isär om hur det kommer att se ut. Oljan kan bli billigare under de närmaste åren, till följd av pågående investeringar och bättre teknik. Men längre fram kan marknaden vänta sig en tilltagande bristsituation som på nytt driver upp oljepriset. För Marian Radetzki, som tidigare svarade för forskningsorganet SNS Energy, gäller det i stället främst att förstå marknadens dynamik. När priset på olja stiger, så blir det mer lönsamt att investera i oljesektorn och att utnyttja fyndigheter även till höga kostnader. Därför menar han att det inte finns någon borte gräns, utan att oljan kommer att förslå under all överskådlig tid och oljan kommer att bli billigare. Aleklett förutspår en tilltagande brist på olja som efter hand måste driva upp priset ytterligare.

I tidningen Financial Times beskrev nyligen den brittiske ekonomen George Magnus, rådgivare vid UBS Investment Bank, hur han ser det nuvarande höga oljepriset som förebud om en kommande bristsituation. I förlängningen väntar då ännu högre oljepriser, som riskerar att driva in världsekonomin i en recession - eller åtminstone en utdragen period av svag tillväxt.

## 9 Strategi för hållbar utveckling

### 9.1 Översikt

För Lundin Petroleum är det viktigt att inte enbart arbeta för en god lönsamhet utan även att ta ett samhällligt och miljömässigt ansvar. Ett exempel på hur Lundin Petroleum (då Lundin Oil) påverkades negativt genom att inte vara förberedda på att ta ett socialt ansvar var i den uppmärksammade investeringen i Sudan ett område stort som Småland, Blekinge, Skåne och Halland tillsammans. Lundin Petroleum anklagades för att ha stött förtrycket av den kristna minoriteten i söder. De var t.ex. tvungna att köpa koncessioner av diktaturregimen. Pengarna används till vapen i kriget. Vid byggandet av en väg ska regimen enligt olika människorättsorganisationer ha fördrivit folk och bränt byar. Vägarna användes sedan av militären för att nå de södra delarna. Oavsett Lundin Petroleums medverkan till förtrycket av den sudanesiska kristna befolkningen är bolaget övertygade om att de måste bedriva verksamheten på ett sätt som skyddar människor, tillgångar och miljön. Annars kan de inte nå lönsamhet.

Då Lundin Petroleum satsar på små riskprojekt i politiskt oroliga områden måste de anpassa sig till olika lokala kostnader (exempelvis mutor) till lokalbefolkning och diktatorer.

### 9.2 Företagets arbete med hållbar utveckling

Lundin Petroleum har därför sedan 2001 följt policier för arbetskydd, säkerhet och miljö (HSE) och samhällsansvar (CSR). Dessa har integrerats i företagets ledningssystem och det sker utbildningar löpande. Rapportering sker varje månad och ett flertal nyckeltal har tagits fram.

Exempel på Nyckelindikatorer är:

- Förlorad arbetstid till följd av incidenter-per 200 000 arbetstimmar. Under 2005 inom operativa tillgångar var totalt 1,19 under 2005; ingen av incidenterna var allvarliga.
- Oljeutsläpp eller gasläckor. Under 2005 inträffade ett oljeutsläpp (9,25 bbls) som rapporterades enligt bolagets regler inom producerande tillgångar.
- Dödsolyckor. Under 2005 inträffade inga olyckor bland medarbetare eller uppdragstagare.

Externa bolag granskar även verksamheten utifrån de uppställda policierna. Under 2005 genomfördes en extern granskning av verksamheterna i Frankrike, Tunisien och Storbritannien.

### 9.2.1 Minskad miljöpåverkan

Lundin Petroleums verksamhet i Storbritannien är det enda för tillfället som styrs av ett miljösystem som har tillkommit på initiativ av Koyotoavtalet. Koldioxidutsläppet låg med god marginal under tillåtna nivåer.

### 9.2.2 Relationer med intressenter

För att Lundin Petroleum ska kunna lyckas med nya förvärv så behöver de ha en god relation till de intressenter som finns i området. För att kunna veta vilka intressenter de ska samarbeta med och vilka problem som finns i området genomförs en analys av den sociopolitiska miljön. En handlingsplan för att kunna lyckas med en etablering tas därefter fram. Lundin Petroleum skaffar sig därefter kontakt med t.ex. statliga myndigheter, lagstiftare och kommuner. I vissa områden i utvecklingsländerna som t.ex. Nigeria stöttar företaget lokala utvecklingsprojekt. Insatser för det lokala samhället ger på kort sikt högre kostnader och förutsätter att företaget måste effektivisera sin produktion för att öka sina intäkter. Å andra sidan leder ett samhällsansvar till att företaget ses som ett bra företag som det lokala näringslivet och befolkningen gärna samarbetar med. I ett längre perspektiv ökar det lönsamheten. När Lundin Petroleum ska lämna ett område möts de intressenter som ska återfå sin egendom för att gemensamt komma överens om återställande åtgärder.

## 10 Lagar och förordningar

Lundin Petroleum finns representerade i flera länder över hela världen. Det innebär att företaget omfattas av olika nationella lagar men även lokala avvikelser specifika för området. Det medför att det är omöjligt för Lundin Petroleum att ha en gemensam strategi för projektering och produktion av olja och gas. Varje land och område kräver sin specifika lösning.

En uppfattning bland de flesta av alla världens länder är att samhället måste förändra sitt beroende av fossila bränslen. Detta kommer i ett längre perspektiv innebära att nya lagar och förordningar tas fram för att gynna icke fossila lösningar. Detta kommer att påverka Lundin Petroleums verksamhet.

## 11 Samhällsekonomisk utveckling och miljö

Efterfrågan på olja ökar allt mer ju mer världsekonomin växer, särskilt i utvecklingsländerna. Oljeförbrukningen fortsätter att stiga i världen och främst stiger den i Kina och Indien som mellan 1993 och 2003 har ökat sin förbrukning med 97 procent. Den kinesiska oljeimporten ökade med 30 procent från 2003 till 2004 och bedöms öka med 30 procent de kommande tre åren. Enligt två rapporter från FOI, Totalförsvarets Forskningsinstitut är Kinas snabbt ökande oljeimport en av förklaringarna till att oljepriserna åter stiger. Energikonsumtionen i Kina väntas bli fördubblad till 2025.

Exempel på hur världsekonomin påverkar oljebranschen är följande. Fram tills terrorattacken i USA den 11 september låg priset på råolja omkring 22-28 usd per fat, en nivå som OPEC är nöjd med. Efter terrorattacken steg först priserna för att senare sjunka ned till cirka 17 usd per fat som lägst under november 2001. Orsaken till prisfallen var främst ett pessimistiskt framtidsscenario för den globala ekonomiska utvecklingen, främst i USA. För att undvika ett liknande oljeprisfall som skett under 1998-1999 beslutade därför OPEC att tillsammans med icke-OPEC länder som Ryssland, Norge och Mexico, att gemensamt dra ner produktionen av råolja för att få upp råoljepriserna.

Detta visar även hur politiska oroligheter påverkar oljepriset. Analytiker brukar ange en "terroristpremie" på cirka tio dollar som i dag finns inbyggd i oljepriset.

En stor del av Lundin Petroleums strategi går ut på att investera i utvecklingsländer. I dessa områden råder oftast en politisk oro. De är därför beroende av att skaffa sig rätt samarbetspartners och kompetens för att kunna etablera sig i olika utvecklingsländer. Dessvärre kan samarbetspartners även innebära problem. Exempel på detta är Venezuelas nationalistiske president Hugo Chavez tvingar oljebolag att överlåta andelar till statliga företag utan kompensation. De är även beroende av att det finns den tekniska kunskap som behövs samt anläggningar som är moderna och väl fungerande.

Den forskning som Lundin Petroleum stödjer anser att oljeproduktionen kommer att nå sitt maximum före år 2010. Världens oljereserver är realistiskt uppskrivna. Det beror på att under 1980-talet uppgav plötsligt många oljestater betydligt högre oljereserver än tidigare. Enligt Kjell Aleklett har det att göra med ett nytt kvotssystem för oljeproduktionen som Opec då införde. Varje land fick en kvot i förhållande till de oljereserver de uppgav sig ha. Det här är enligt honom ett exempel på politisk oljeagenda som anpassas till de krav som ställs.

Kuwait t.ex. ökade sina oljereserver från 64 till 90 miljarder fat. Venezuela ökade från 25 till 65 miljarder fat vilket då också inkluderar tunga oljor som tidigare inte ansetts bör ingå i reserverna. Saudiarabien ökade från 170 till 260 miljarder fat. Oljetillgången i Mellersta Östern uppges i dag röra sig om 700 miljarder fat. Men Kjell Aleklett anser att man bara kan vara säker på 500 miljarder fat. Enligt en amerikansk studie kan toppen nås någon gång före 2008. Men andra oljeexperter menar att det dröjer länge än. Tommy Nordin, vd för Svenska Petroleuminstitutet anser att det finns väldigt stora områden som inte är undersökta i bland annat Saudiarabien, Irak och östra Ryssland som kontrolleras av statsägda bolag. De stora internationella oljebolagen har ännu inte har fått tillgång till dem, säger. Francis G Harper, geolog och chef på British Petroleum med ansvar för frågor kring oljetillgångarna, tror inte att oljetoppen kommer före år 2020. Men han medger att även om nya oljefynd görs så är det långt ifrån säkert att det är lönsamt att ta upp oljan. Det senaste decenniet har nya fyndigheter bara ersatt halva oljeproduktionen, samtidigt som det sker en mycket kraftig ökning av oljeberoendet i länder som Kina och Indien. Av 1 500 upptäckter är det bara cirka 20 som har lett till ekonomisk produktion. Det största oljefyndet de senaste tio åren på tio miljarder fat gjordes i Kazakstan. Det motsvarar bara fyra månaders världsförbrukning.

För att pressa ut mesta möjliga ur oljekällorna utvecklas nu allt mer teknik för att öka utvinningen. Med förbättrad utvinning kan man få ett tillskott i de gamla fälten av samma storleksordning som i nya fält, säger Sven-Erik Zachrisson, chef för Svenska Petroleum Exploration. Kjell Aleklett menar att det innebär att oljetillgångarna töms snabbare. Världens regeringar bör agera nu för att verkligen minska oljeberoendet.

## 12 SWOT-analys

### 12.1 Styrkor

- Flexibelt företag i val av projekt. De har möjlighet att realisera små riskfyllda projekt.
- Effektiv/ produktiv personal.
- Tar ett stort samhällsansvar. Det medför goda relationer i värdländerna.
- Realiserar de flesta projekteringarna till produktion.

### 12.2 Svagheter

- Bolaget är litet i förhållande till deras konkurrenter.
- Investeringarna sker i politiskt instabila länder.
- Bedriver ingen egen forskning.
- Beroende av tillgångarna i Storbritannien (70 procent)

## 12.3 Möjligheter

- Rådande högkonjunktur.
- Stort rådande världsbehov utav råolja och naturgas. (På kort sikt)
- Fortsatt högt pris på råolja.

## 12.4 Hot

- Politiska oroligheter i värdländerna.
- Efterfrågan på miljövänligare alternativ till olja ökar.
- På längre sikt kommer peak-oil att nås.

Jag tror att följande faktorer avgör Lundin Petroleums framtid; förmågan att öka reserverna och produktionen, lyckas med ett socialt ansvarstagande och omtanke om miljön, fortsatt högt olje- och gaspris samt en god personalpolitik.

# 13 Redovisningsanalys

Det höga oljepriset har under de senaste åren resulterat i förändringar i värderingen av olje- och gastillgångar. Ett exempel på detta är att branschen och den finansiella marknaden sätter betydande värden på prospekteringsstillgångar och betingade resurser (olje- och gasfyndigheter som ännu inte har kommersialiserats).

Lundin Petroleums har en stark likviditet för att kunna göra investeringar.

## 13.1 Redovisningsprinciper

Lundin Petroleum har sedan 2005 med vissa undantag använt sig av den internationella redovisningsstandarden (IFRS). Det beror på att den Europeiska unionen (EU) har fastställt att den ska gälla för alla bolag noterade på europeiska börser från och med 1 januari 2005. De finansiella rapporterna för år 2005 och 2004 har upprättats i enlighet med Internationell redovisningsstandard, Tidigare använde Lundin Petroleum svenska redovisningsprinciper.

## 13.2 Noter

### 13.2.1 Valutadifferenser

Koncernredovisningen för Lundin Petroleum redovisas i SEK. Varje balans- och resultaträkning för dotterbolagen omräknas enligt dagskursmetoden. Det kan leda till enorma effekter på skuldernas och tillgångarnas värdering. Många av dotterbolagen är verksamma i länder med hög inflation.

### 13.2.2 Olje- och gastillgångar

Tillgångarna redovisas till historisk kostnad minus avskrivningar. Det betyder att tillgångarna tenderar att vara undervärderade då priset på råolja konstant ökar.

Reserverna delas in i tre kategorier bevisade, sannolika och möjliga. Lundin Petroleum redovisar sina reserver som bevisade och sannolika. Dem klassificerar inte sina reserver som möjliga. Det betyder att Lundin Petroleum inte uppskattar de möjliga reserverna som tillgångar och kommer på så sätt få ett lägre värde på företaget. Utöver de bevisade och sannolika reserverna har Lundin Petroleum så kallade betingade reserver. Det är olje- och gasreserver som inte klassas som reserver. Eftersom det krävs ytterligare arbete innan de kan övergå till att klassas som reserver. Lundin Petroleum beräknar resurserna på samma sätt som reserver. Utöver de betingade resurserna finns det även prospekteringsresurser. Lundin Petroleum antar att cirka 50 procent utav prospekteringsresurserna går att utvinna. Reservberäkningarna bekräftas årligen av ett av världens största, oberoende certifieringsbolag.

Eftersom Lundin Petroleum inte har några möjliga reserver slipper de betala skatt och reserverna behövs inte heller skrivas ned. De möjliga reserverna behöver dessutom inte kostnadsföras i årsredovisningen.

Det är svårt att dra en slutsats om värderingen på de möjliga reserverna för olja och gas då fördelarna och nackdelarna att tar ut varandra. Att värdera alla resurser och reserver är svårt då det inte går att förutse om det kommer att leda till en färdig produkt.

### 13.2.3 Skatter

Koncernens resultat för Lundin Petroleum redovisas med svensk bolagsskatt. Det är en summering av skattekostnaden för varje dotterbolag, beräknad på respektive lands skattesats och valuta. Skattesatserna skiljer sig avsevärt mellan länderna, i Sverige t.ex. är bolagsskatten 28 procent medan Venezuela har en skattesats på 67 procent.

### 13.2.4 Personal

Totalt har Lundin Petroleum minskat personalstyrkan med 290 till 197 personer (32 procent) mellan 2004 och 2005. I Storbritannien har personalen halverats. Vad detta beror på preciseras inte. Det kan ses som både positivt eller negativt. De kan ha effektiviserat sin produktion eller så beror det på stora förluster i dotterbolaget.

## 14 Finansiell analys

Den finansiella analysen kommer inte att baseras på nyckeltal från Lundin Petroleums egna nyckeltal då de är framtagna specifikt för deras företag. Istället kommer egna nyckeltal att räknas fram utifrån data från det sista kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006.

### 14.1.1 Soliditet

För att få fram soliditeten har jag tagit summa eget kapital dividerat med summa tillgångar. Det ger oss en soliditet på 47 procent. Soliditeten för sysselsatt kapital är 57 procent och har beräknats genom att dividera det egna kapitalet med summa tillgångar minus kortfristiga skulder.

Soliditeten anger företagets finansiella styrka och är ett mått på företagets långsiktiga överlevnadsförmåga. Ett vanligt riktmärke är att soliditeten ska vara mellan 30 och 40 procent. För Lundin Petroleum som tar stora risker och satsar offensivt på investeringar behövs en högre soliditet än rekommenderat. Deras soliditet för 2005 kan anses lite låg.

### 14.1.2 Räntabilitet på totalt kapital

Är ett mått på Lundin Petroleums lönsamhet. Måttet anger i vilken utsträckning avkastningen blir på ägarnas satsade kapital. Räntabiliteten för totalt kapital fås genom att addera ihop resultat efter finansiella poster och räntekostnader. Sedan dividera summan med det genomsnittliga totala kapitalet. Beräknat på det fjärde kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 har Lundin en räntabilitet på 30 procent.

### 14.1.3 Räntabilitet på eget kapital

Räntabiliteten på eget kapital är även det ett mått på lönsamhet och definieras som ovan. Beräknat på det fjärde kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 har Lundin en räntabilitet på 44 procent.

### 14.1.4 Kassalikviditeten

Summa omsättningstillgångar minus varulager dividerat på summa kortfristiga skulder ger företagets likviditet och speglar förmågan att betala sina kortfristiga skulder. Den bör vara minst 100 procent för att klara av alla kortfristiga skulder. Lundin Petroleum har en låg likviditet på 106 procent.

### 14.1.5 Vinstmarginal

Vinstmarginalen visar hur mycket företaget får varje krona i omsättning. Formeln lyder resultat före finansiella poster plus finansiella intäkter dividerat på omsättningen. Beräknat på det fjärde kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 har Lundin en vinstmarginal på 44 procent.

### 14.1.6 Ränteteckningsgrad

Ränteteckningsgraden beräknas genom att resultatet före finansiella poster plus finansiella kostnader divideras med de finansiella kostnaderna. Måttet visar hur många gånger företagets resultat kan betala räntorna på de långfristiga lånen. Ränteteckningsgraden bör överstiga 3,5 och Lundin Petroleum uppnår en täckningsgrad på 12,86 om det sista kvartalet 2005 beräknas tillsammans med de tre första kvartalen 2006.

## 15 Antaganden

Antagandena är baserade på den strategiska analysen, redovisningsanalysen, den finansiella analysen samt uppgifter i årsredovisningen 2005 och kvartalsrapport 3 år 2006.

- **Bankräntan i procent år 1-3: 6 %, 4 och i evig tid: 7 %** – bankräntan per den sista december 2005 var 5,3 procent och har erhållits från årsredovisningen. Vi är inne i en period då riksbanken höjer styrräntan i olika omgångar. Utifrån det antar jag att Lundin Petroleum kommer att få en höjd bankränta med drygt en procentenhet år 1-3. Efter år 3 och framåt kommer bankräntan att stiga med ytterligare en procentenhet.
- **Soliditet SYSS 60%** - för att få fram soliditetsmålet har jag tagit soliditeten mellan åren 2001-2005 och räknat ut genomsnittet. Genomsnittet blev drygt 60 procent.
- **Evig tillväxt efter prognosperioden 5 %** - jag antar att tillväxten är något högre än BNP-utvecklingen. Det beror på att jag tror att olje- och gasefterfrågan kommer att vara hög och priset kommer att fortsätta vara högt.
- **Tillväxttakt för nettoomsättningen 35 %** - den faktiska omsättningsökningen har varit extrem hög de 5 senaste åren. Vissa år har stora förvärv och försäljningar skett. Dessutom startades företaget år 2001. Detta har givit extrema värden som inte är jämförbara med varandra. Jag har dock antagit en hög tillväxttakt eftersom företaget har en offensiv investeringsstrategi och de har visat en hög tillväxt varje år.
- **Rörelsens kostnader 25 %** - Kostnaderna för rörelsen antas stiga med 25 procent då Lundin Petroleum har visat i tidigare redovisningar att kostnaderna inte stiger i samma takt som nettoomsättningen utan har hållits ner genom effektivisering.
- **Avskrivningar 20 %** - avskrivningarna inom Lundin Petroleum sker i tre olika faser. På 3 år, 5 år och 10 år. Jag har valt att räkna fram den genomsnittliga procentsatsen utav dessa tre olika avskrivningstakter som ger, avrundat, 20 procent.
- **Investeringar år 1: 2 037 MSEK**– Lundin Petroleum har beräknat att tillväxten kommer att vara 300 MUSD. Jag har använt valutakursen per den sista december 2005 1 USD=7,4550 SEK, samma kurs som används i årsredovisningen.
- **Investeringstillväxt 20 %** - för att klara konkurrensen och skapa ny lönsamhet måste Lundin Petroleum ha en hög tillväxt på investeringarna. Jag använder oss av antagandet om en tillväxt på 20 procent då investeringarna för år 1 motsvarar cirka 20 procent utav de totala materiella anläggningstillgångarna.
- **Obligationsränta (riskfri ränta) 6 %** – enligt Dagens Nyheter den 20 september 2006.
- **Generell riskpremie 5 %**
- **Betavärde för aktien 0,68** – enligt kvartalsrapport 3 2006. Uppgiften är hämtad från Avanza den 7 januari 2007.
- **Inlåningsränta 4 %** – den genomsnittliga räntan, utifrån ränteintäkter dividerat med kassa/bank är 4,75 procent. Då det inte preciserats i noterna om det rör sig om ränteintäkter från banken eller ränteintäkter från obetalda fakturor uppskattar jag räntan till 4 procent.
- **Skattesats 50 %** – den effektiva skattesatsen varierar mellan 28 och 78 procent. Per den sista december 2005 var den 47 procent. Ackumulerat den sista september var den 60 procent. De förklarar den höga skatten med de höga skatter som finns i vissa av de länder de verkar i och den höga skatt som föreligger produktion av olja och gas.
- **Operativt kassabehov 15 %** – generellt behövs 3 procent av omsättningen i kassabehov för att klara att driva verksamheten. Då Lundin Petroleum satsar offensivt med investeringar och tar stora risker krävs det en större kassa än 3 procent. Jag antar att de krävs cirka 15 procent.
- **Rörelsekapital ökar med 20 % per år** – Omsättningen enligt antagandet ovan har ökat med 35 procent per år. Jag tror inte att kostnaden för rörelsekapital ökar i samma takt. Därför har jag antagit en lägre ökad kostnad på rörelsekapital.
- **Amorteringar 10 % per år** – uppgiften är hämtad ifrån årsredovisningen

## 16 Analys av proforma

<b>Resultaträkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
Nettoomsättning	4 305 804	5 812 835	7 847 328	10 593 893	14 301 755	15 016 843
Rörelsens kostnader	-1 474 982	-1 843 728	-2 304 659	-2 880 824	-3 601 030	-4 501 288
Avskrivningar	-1 011 606	-1 213 927	-1 456 713	-1 748 055	-2 097 666	-2 517 199
<b>Rörelseresultat</b>	<b>1 819 216</b>	<b>2 755 181</b>	<b>4 085 956</b>	<b>5 965 013</b>	<b>8 603 058</b>	<b>7 998 355</b>
Finansiellaintäkter	59 254	24 364	40 980	55 324	74 687	87 956
Finansiellakostnader	-131 251	-383 266	-448 432	-496 141	-647 128	-722 108
<b>Resultat före skatt</b>	<b>1 747 219</b>	<b>2 396 279</b>	<b>3 678 504</b>	<b>5 524 196</b>	<b>8 030 617</b>	<b>7 364 203</b>
Skatt	-1 040 561	-1 198 140	-1 839 252	-2 762 098	-4 015 309	-3 682 101
<b>Nettoresultat</b>	<b>706 658</b>	<b>1 198 140</b>	<b>1 839 252</b>	<b>2 762 098</b>	<b>4 015 309</b>	<b>3 682 101</b>

<b>Balansräkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>13 629 199</b>	<b>14 452 272</b>	<b>15 439 959</b>	<b>16 625 184</b>	<b>18 047 454</b>	<b>19 754 178</b>
Överlikviditet					-	-
Varulager	137 425	164 910	197 892	237 470	284 964	341 957
Kundfordringar	307 758	369 310	443 172	531 806	638 167	765 800
Övriga kortfristiga fordringar	150 796	180 955	217 146	260 575	312 691	375 229
Övriga omsättningstillgångar	2 616 325	3 139 590	3 767 508	4 521 010	5 425 212	6 510 254
Likvida medel	346 281	871 925	1 177 099	1 589 084	2 145 263	2 252 526
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3 558 585</b>	<b>4 726 690</b>	<b>5 802 817</b>	<b>7 139 945</b>	<b>8 806 297</b>	<b>10 245 767</b>
<b>S:a Tillgångar</b>	<b>17 187 784</b>	<b>19 178 962</b>	<b>21 242 776</b>	<b>23 765 129</b>	<b>26 853 751</b>	<b>29 999 944</b>
Ingående eget kapital	9 666 007	9 476 769	9 907 452	10 298 225	10 658 437	12 591 659
Årets resultat	706 658	1 198 140	1 839 252	2 762 098	4 015 309	3 682 101
<b>S:a Eget kapital</b>	<b>10 372 665</b>	<b>10 674 909</b>	<b>11 746 704</b>	<b>13 060 323</b>	<b>14 673 745</b>	<b>16 273 760</b>
Lån	4 784 711	4 306 240	3 875 616	3 488 054	3 139 249	2 825 324
Finansieringsbehov	874 202	2 810 366	3 955 520	5 218 828	6 643 248	8 023 849
Ej räntebärande skulder	1 156 206	1 387 447	1 664 937	1 997 924	2 397 509	2 877 011
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>	<b>17 187 784</b>	<b>19 178 962</b>	<b>21 242 776</b>	<b>23 765 129</b>	<b>26 853 751</b>	<b>29 999 944</b>

<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>16 031 578</b>	<b>17 791 515</b>	<b>19 577 839</b>	<b>21 767 205</b>	<b>24 456 242</b>	<b>27 122 934</b>
Utdelning	895 896	767 457	1 448 479	2 401 887	2 082 086	16 273 760

### Nyckeltal

<i>Soliditet</i>	60%	56%	55%	55%	55%	54%
<i>Soliditet syss</i>	65%	60%	60%	60%	60%	60%
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>	60%	16%	24%	32%	42%	34%
<i>Räntetäckningsgrad</i>	12,86	6,19	8,11	11,02	12,29	10,08
<i>Räntabilitet på totalt kapital</i>	10%	13%	18%	25%	32%	26%
<i>Kassalikviditet</i>	296%	341%	349%	357%	367%	356%
<i>Vinstmarginal</i>	44%	21%	23%	26%	28%	25%

<b>Kassaflödesanalys</b>	<b>ÅR 1</b>	<b>ÅR 2</b>	<b>ÅR 3</b>	<b>ÅR 4</b>	<b>ÅR 5</b>
Redovisat Resultat (Nettoresultat)	1 198 140	1 839 252	2 762 098	4 015 309	3 682 101
+Avskrivningar	1 213 927	1 456 713	1 748 055	2 097 666	2 517 199
+ <i>Räntekostnad efter skatt</i>	191 633	224 216	248 070	323 564	361 054
-/+Kundfordringar	-61 552	-73 862	-88 634	-106 361	-127 633
-/+Lager	-27 485	-32 982	-39 578	-47 494	-56 993
-/+Kortfristiga skulder	1 328 193	1 640 573	1 956 943	2 342 185	2 802 324
-/+Likvida medel	-525 644	-305 174	-411 985	-556 179	-107 263
<b>A Kassaflöde från rörelsen</b>	<b>3 317 212</b>	<b>4 748 736</b>	<b>6 174 970</b>	<b>8 068 689</b>	<b>9 070 789</b>
- Investeringsverksamhet	-2 037 000	-2 444 400	-2 933 280	-3 519 936	-4 223 923
<b>B Fritt Kassaflöde till företaget FKFF</b>	<b>1 280 212</b>	<b>2 304 336</b>	<b>3 241 690</b>	<b>4 548 753</b>	<b>4 846 866</b>

**Beräkningar**

CAPM= $r_e=r_f+(R_m-r_f)*\text{Beta}$	$R_e = 0,06+(0,05*0,68)$		
MRP=( $R_m-r_f$ )		CAPM =	<b>0,094</b>
WACC <sub>syss</sub>			
E=60%	$0,60*0,094$	<b>0,056</b>	
S = 40%	$0,40*(0,07*0,72)$	<b>0,020</b>	
T=100%		WACC syss =	<b>0,077</b>

**Indirekt C-f värdering**

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Terminlavärde	
FKFF WACC 7,7%	1 280 212	2 304 336	3 241 690	4 548 753	4 846 866	5 089 209	
	0,9289	0,8628	0,8015	0,7445	0,6915	0,0266	
	<b>1 189 169</b>	<b>1 988 242</b>	<b>2 598 105</b>	<b>3 386 409</b>	<b>3 351 736</b>		=
							191 611 793
							x 0,6915
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>12 513 661</b>						= <b>132 504 625</b>
Prognosperiod	12 513 661						
Terminalvärde	132 504 625						
Överlikviditet	-						
<b>Summa Företagsvärde</b>	<b>145 018 287</b>						
-Lån	4 784 711						
<b>Summa Aktievärde</b>	<b>140 233 576</b>						
Antal aktier	3 140 951						
<b>Pris per aktier</b>	<b>44,65</b>						

## **17      Slutsatser Lundin Petroleum**

*Slutsatserna presenteras i uppsatsens följande avsnitt "Resultat Företagsvärdering" och "Analys och tolkning" samt "Slutsatser".*

**Bilaga 3**  
Värdering Lundin Petroleum  
utifrån SRI

# Innehållsförteckning

1	FÖRETAGETS HISTORIK OCH NUVARANDE VERKSAMHET .....	3
2	- TRENDER OCH RISKER UTIFRÅN ETT SOCIALT- EKONOMISKT- OCH ETT MILJÖPERSPEKTIV .....	3
2.1	<i>Miljöförändringar</i> .....	3
2.2	<i>Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter</i> .....	4
2.3	<i>Ökat krav på transparens hos företagen</i> .....	5
3	DRIVKRAFTER I OLJE- OCH GASBRANSCHEN .....	5
3.1	2.1.2 <i>Direkta drivkrafter för efterfrågan</i> .....	5
3.2	<i>Förändring av oljepriset</i> .....	6
4	HÅLLBAR FÖRETAGSANALYS .....	6
4.1	<i>Styrelse, ledningsgrupp och organisation</i> .....	6
4.2	<i>Personalpolitik</i> .....	8
5	FAKTISKA OCH POTENTIELLA PRODUKTER SAMT PRODUKTIONSPROCESS .....	8
5.1	<i>Översikt</i> .....	8
5.2	<i>Produktionsprocess</i> .....	8
6	FORSKNING OCH UTVECKLING .....	10
7	INVESTERINGAR .....	10
8	FAKTISKA OCH POTENTIELLA MARKNADER .....	10
8.1	<i>Försäljningssiffror för marknaden</i> .....	10
9	BRANSCHANALYS .....	11
9.1	<i>Graden av konkurrens bland existerande företag</i> .....	11
9.2	<i>Hot från nya aktörer</i> .....	11
9.3	<i>Substitut</i> .....	11
9.4	<i>Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka</i> .....	12
10	KONKURRENSANALYS .....	12
11	STRATEGI FÖR MILJÖ OCH KLIMAT .....	13
11.1	<i>Miljöstrategi</i> .....	13
11.2	<i>Klimatstrategi</i> .....	13
12	LAGAR OCH FÖRORDNINGAR .....	13
13	HUR LYCKAS LUNDIN PETROLEUM MÖTA DE RISKER OCH TRENDER SOM IDENTIFIERATS I OMVÄRLDSANALYSEN? .....	13
14	SWOT-ANALYS .....	15
14.1	<i>Styrkor</i> .....	15
14.2	<i>Svagheter</i> .....	15
14.3	<i>Möjligheter</i> .....	15
14.4	<i>Hot</i> .....	15
15	REDOVISNINGSANALYS .....	15
15.1	<i>Redovisningsprinciper</i> .....	15
15.2	<i>Noter</i> .....	16
16	FINANSIELL ANALYS .....	16
16.2	<i>Kvantifiering av hållbara kriterier</i> .....	17
17	ANTAGANDEN .....	18
18	ANALYS AV PROFORMA .....	19
19	SLUTSATSER LUNDIN PETROLEUM .....	22

# 1 Företagets historik och nuvarande verksamhet

Lundin Petroleum AB prospekterar efter och producerar olja och naturgas. Produktionen ska enligt företaget ske på ett ekonomisk effektivt, samhälleligt och miljömässigt ansvarsfullt sätt. Dessutom ska verksamheten komma till nytta för aktieägarna, anställda och samarbetspartners. Lundin Petroleum's verksamhet finns i 13 länder bl.a. i Storbritannien, Norge och Nigeria. Den mest lönsamma marknaden 2005 var Broomfältet i Storbritannien.

Lundin Petroleum är ett resultat av Talisman Energy Incs. förvärv av Lundin Oil AB år 2001. År 2001 började aktiehandeln i Lundin Petroleum på Nya marknaden på Stockholmsbörsen. Oktober år 2003 lanserades de på Stockholmsbörsens O-lista för att ett år senare befinna sig på Attract 40-lista.

Lundin Petroleum har existerande bevisade och sannolika reserver på 146,1 miljoner fat oljeekvivalenter (mmbøe) och en förväntad produktion 2006, netto om 29 000 - 30 000 fat oljeekvivalenter per dag (boepd). Detta innebär att Lundin Petroleum enbart har 0,7 promille av världsmarknaden.

## 2 - Trender och risker utifrån ett socialt-ekonomiskt- och ett miljöperspektiv

Samhället står inför nya utmaningar och risker när det gäller den ekonomiska, sociala och miljömässiga utvecklingen. Tre globala trender kommer att förändra olje- och gasbranschen. Dessa är:

- Miljöförändringar
- Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter
- Ökat krav på transparens för företagen

Dessa trender påverkar redan idag olje- och gasbranschen genom t.ex. nya lagar, riktlinjer och en ökad efterfrågan på alternativ till olja och gas. Det innebär att olje- och gasbranschen står inför ett fundamentalt förändringsbehov. Lundin behöver ha en långsiktig klimat- och miljöstrategi för att möta en långsiktig, stabil efterfrågan på alternativa bränslen. Det är även viktigt att Lundin satsar på att attrahera rätt personal och satsar på befintlig personal för att kunna behålla den. Företagets verksamhet kräver en viss kompetens som kan vara svår att få tag i. Företaget verkar ofta i områden i utvecklingsländer med ett flertal underleverantörer. Det är därför viktigt att Lundin verkar för att regler för mänskliga rättigheter respekteras. Till sist kräver investerare och samhället mer information om hur bolaget sköts och dess effekter på omvärlden.

### 2.1 Miljöförändringar

En förändring av miljön som kommer att påverka alla branscher är klimatförändringen. Det är den ökade koldioxidhalten i atmosfären som anses ha börjat förändra klimatet. Den är idag 30 procent högre än den var för 150 år sedan. Forskare vid FN's organisation The Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), har mätt att jordens medeltemperatur har stigit med en halv grad de senaste hundra åren, glaciärer har smält och havsytans nivå stigit med tio centimeter. De flesta länderna är idag överens om att det måste ske en drastisk minskning av de ämnen som påverkar klimatförändringarna. Sveriges regering har satt som mål att utsläppen av växthusgaser ska minska med 30 procent inom EU. Västvärlden står för 80 procent av det totala utsläppet av fossila bränslen. År 2002 överskred västvärlden basnivån för tillåtna utsläpp enligt Kyotoavtalet. Men det totala utsläppet har inte ökat i takt med den ekonomiska BNP-tillväxten, vilket brukar vara fallet. Energikonsumtion minskade trots att den ekonomiska välfärden ökade. I ett flertal länder som t.ex. Ryssland, Kina och Indien, höjs dock levnadsstandarden snabbt och de börjar kräva lika stora ekologiska resurser som den mer rika världen.

Enda sättet att minska koldioxidutsläppen och människans påverkan på klimatet är att använda mindre olja, kol och naturgas. Vid eldning av fossila bränslen bildas alltid koldioxidutsläpp. Dessa går inte ta bort genom någon rening. I stället måste den totala energiförbrukning minskas och ersättas med vindkraft, biobränslen och andra förnybara bränslen som inte påverkar växthuseffekten.

En annan miljöförändring som påverkar de flesta branscher och speciellt olje- och gasbranschen är den minskade tillgången av naturresurser. Uttaget av naturresurser har skett i en allt ökande omfattning. Vetskapen om att en råvara som behövs för företagets produktion kommer att minska ökar drivkrafterna för att hitta alternativa lösningar, exempelvis effektivare förbränning av fossila bränslen eller förnyelsebar energi. En annan drivkraft att byta råvara kan vara att en stat upplever ett sånt stort politiskt och ekonomiskt beroende av en vara att det vill bryta det beroendet. Vilket kan vara många länders uppfattning av olje- och gasberoendet.

### 2.1.1 Hur mycket olja finns kvar?

Debatten har varit stor om den s.k. oljeproduktionstoppen, eller peak-oil. Det är den tidpunkt då den maximala råoljeproduktionen är uppnådd, varefter den kommer att minska tills den hanterbara råoljan tagit slut. Att denna punkt förr eller senare kommer att inträffa är de flesta överens om eftersom oljan är en ändlig resurs, men exakt när detta händer är omdebatterat. Organisationen ASPO, Association for the Study of Peak Oil and Gas hävdar att detta kommer att ske inom några år, medan andra (hit räknas de flesta oljebolag och regeringar) är mer optimistiska och räknar med att toppen kommer ungefär på 2030-talet. Toppen för nya oljefyndigheter nåddes i början av 1960-talet, och för oljeproduktionen i länder utanför OPEC och forna Sovjetunionen passerades produktionstoppen ungefär år 2000.

En teoretisk beräkning av hur länge oljan räcker och när Peak Oil inträffar, baserat på dagens konsumtion resp. ökad förbrukning, i två perspektiv:

	<b>Pessimister</b>	<b>Optimister</b>
När inträffar Peak Oil?	2010	2030-2037
Hur länge räcker oljan efter PO?	15-30 år	22-43 år
Vid 2% ökad förbr. /år?	12-24 år	16-31 år
2% ökning + nya oljekällor?	14-27 år	24-48 år
<b>Oljetillgångar och reserver:</b>		
Upptagen olja (till 2004)	920 miljarder fat	960 miljarder fat
Kända oljereserver	780 miljarder fat	1,092 miljarder fat
Nya reserver	0	460 miljarder fat
Möjlig, oupptäckt lättolja	150 miljarder fat	488 miljarder fat
<b>Totalt</b>	<b>1 850 miljarder fat</b>	<b>3 000 miljarder fat</b>

## 2.2 Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter

Den andra trenden är betydelsen för företagen att satsa på sin egen personal. För att ett företag ska kunna lyckas behövs en välutbildad och motiverad arbetskraft. De demografiska trenderna pekar på att det i framtiden blir ont om yrkesskicklig arbetskraft i industriländerna. Det blir därför allt viktigare för företagen att vårda den personal de har. Humankapital kan definieras som de mänskliga resurserna i form av individernas förmåga, kompetens, erfarenhet. Den är speciellt viktig i branscher som kräver komplexa, icke-standardiserade, kreativa och individberoende problemlösningar. För ett företag i olje- och gasbranschen är det avgörande att de har lyckats attrahera rätt kompetens och lyckas att behålla den.

En annan viktig aspekt av detta är att företagen respekterar mänskliga rättigheter. Tanken om mänskliga rättigheter grundar sig på FNs deklaration om att alla människor är födda fria och lika i värde och rättigheter. Hur företag respekterar de mänskliga rättigheterna har fått mer och mer uppmärksamhet. FNs Global Compact, ett initiativ som lanserades 1999, har drivit på utveckling för

att företag ska ta ett mer ansvar för bl.a. mänskliga rättigheter. Tanken med initiativet är att göra företag uppmärksam på och ta ett aktivt ansvar för tio internationellt erkända principer inom områdena mänskliga rättigheter, arbetsrätt, miljö och bekämpning av korruption. Ett flertal ideella föreningar granskar företagets respekterande av arbetskraft. Exempel på det är Swedewatch och Amnesty Business Group. För ett företag som har någon del av sin verksamhet eller underleverantörer i ett utomeuropeiskt land så ställer de högt krav på att mänskliga rättigheter efterlevs.

### **2.3 Ökat krav på transparens hos företagen.**

Från juridiskt håll, konsumenterna och från investerare ställs krav på att företagen ska redovisa vad de gör. Kravet på insyn brukar benämnas transparens. Ett exempel på krav på företaget är hur de arbetar med personalfrågor och mänskliga rättigheter. Företag som har underleverantörer eller bedriver verksamhet på något sätt i utomeuropiska länder är det speciellt viktigt. Från årsskiftet 2006/2007 måste svenska företag med minst tio anställda och tillgångar värda mer än 24 miljoner kronor redovisa viktiga omständigheter och risker som påverkar företagets ställning och resultat. Exempel på detta är eventuella saneringsbehov och risker förknippade med klimatförändringar och kemikalielagstiftning. Alla bolag som har någon form av miljöfarlig verksamhet, oavsett storlek, måste redovisa hur de påverkar miljön. De flesta svenska börsföretag på A-listan har bestämt sig för att följa Svenska kod för bolagsstyrning som upprättades i slutet av 2004. Utgångspunkten i detta dokument är just öppenhet och transparens.

## **3 Drivkrafter i olje- och gasbranschen**

Det är främst miljöförändringar som påverkar efterfrågan på olja och gas. Hur miljöfrågan påverkar efterfrågan beskrivs nedan.

### **3.1 2.1.2 Direkta drivkrafter för efterfrågan**

Trycket för en förändring av olje- och gasbranschen kommer från flera håll. Olika former av påverkan kommer från individer i roller som konsumenter, politiska väljare, anställda och aktieägare. Trycket kommer även från företagets intressenter som t.ex. media och intresseorganisationer.

Samtidigt som det sker ett tryck på att efterfrågan ska minska så präglas efterfrågan inom olje- och gasbranschen av en s.k. "common-good"-problematik. Trots att minskade föroreningar skulle vara till nytta för kollektivet, vinner den enskilda aktören (industrin/landet) på stora utsläpp. Det skapar ett behov av intervention från myndigheter, där krav och incitament för förändring drivs på via olika former av policyinstrument. De olika policyinstrumenten delas in i regulatoriska instrument (en direkt påverkan på ett företags verksamhet genom att etablera och tillämpa lagar och regler), ekonomiska instrument (ekonomisk styrning, t.ex. skatter eller utsläppsrättigheter) samt kommunikativa instrument. De verkar alla som drivkrafter för en förändring och skapar behov av t.ex. alternativa energikällor.

I allt större utsträckning speglas dock behovet av alternativa icke-fossila bränslen av direkta marknadsdrivkrafter. Påverkan på det dagliga livet för innevånare i samhället blir allt tydligare i form av exempelvis brist på tjäniligt vatten eller förorenad luft. Exempelen visar på effekter för de enskilda individerna i samhället med påverkan på individernas hälsa som följd. Med ökade problem stiger betalningsviljan hos individerna och indirekt hos myndigheterna. I Kina bedöms miljörelaterade effekter ha en direkt påverkan på den fortsatta BNP-tillväxten i landet, vilket ger starka drivkrafter för åtgärder. Med en historisk hög BNP-tillväxt finns dessutom förbättrade finansieringsmöjligheter av myndighetsinitierade åtgärdsprogram. Då en stor mängd miljöeffekter i enskilda länder speglas globalt, finns ett internationellt tryck för åtgärder i länderna. Omfattande finansiella stödprogram möjliggör snabbare miljöförbättrande åtgärder, vilket ger en ökad efterfrågan på alternativ till fossila bränslen.

För företagen innebär klimatförändringarna en begränsning av resurser. De måste minska sitt beroende av fossila bränslen. Det beror på ekonomiska mekanismer; t.ex. olja kommer att bli för dyrt men även förhindrande skäl; genom lagar och regler kommer företagen att bli tvingade till att minska utsläppen av koldioxid. Exempel på ett regelverk som redan idag styrar EUs handel med utsläppsrätter. Företag som har höga koldioxidutsläpp tvingas att betala för varje extra utsläppsenhet.

Trots att det sker en förändring av efterfrågan på olja och gas kommer det inte att påverka efterfrågan på Lundins produkter inom de närmaste fem åren. Det som kan påverka företaget är hur de anses ta hänsyn till miljön när de utvinner olja och gas. Investerares och intressenters kan dra tillbaka sina satsningar i bolaget om företagets verksamhet inte är minst lika miljövänlig som andra bolag i samma bransch. Detsamma gäller om företaget inte kan möta de två andra beskrivna trenderna; ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter och ökat krav på transparens för företagen.

Hur Lundin kan möta dessa trender beskrivs i avsnittet Hållbar företagsanalys nedan.

### 3.2 Förändring av oljepriset

Historiskt sett har oljepriserna uppvisat stora variationer. Oljepriserna påverkas, förutom av tillgång och efterfrågan, av faktorer som global och regional ekonomisk och politisk utveckling i de producerande regionerna, liksom av i vilken utsträckning Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC) och övriga oljeproducerande länder påverkar de globala produktionsnivåerna. Dessutom påverkas oljepriserna av priset på alternativa bränslen, den globala ekonomin och av väderförhållanden. En del forskare anser att priset på olja och gas kan komma att bli lite billigare de närmaste åren pga. fler investeringar och mer effektiva och avancerade tekniklösningar för utvinning. Andra tror att olja och gas kommer att ha ett fortsatt högt pris. Om några år är de flesta dock överens om att tro annat än att oljan åter blir dyrare. Ökad efterfrågan, inte minst från fattiga länder på väg uppåt, kommer då inte att kunna mötas av ett stigande utbud.

## 4 Hållbar företagsanalys

### 4.1 Styrelse, ledningsgrupp och organisation

#### 4.1.1 Ledning

Chefen för respektive geografiskt affärsområde har ansvaret för verksamheten, bolagets tillgångar, att fastställda resultatmål uppnås och att samtliga interna regler och riktlinjer följs. Dock har Verkställande direktör det övergripande ansvaret för hela Lundin Petroleums verksamhet.

<u>Ledningsgruppens sammansättning</u>	<u>Post</u>
C. Ashley Heppenstall	Vd och Koncernchef
Alexandre Schneider	Vice vd och Chief Operating Officer
Geoffrey Turbott	Finansdirektör
Christine Batruch	Direktör Corporate Responsibility
Chris Bruijnzeels	Direktör reservoar och produktion
Tim Coulter	Direktör verksamhetsansvarig
Jeffrey Fountain	Bolagsjurist

#### 4.1.2 Styrelse

Enligt Lundin Petroleums bolagsordning ska styrelsen bestå av minst tre och högst tio ledamöter. Idag utgörs styrelsen utav nio stycken medlemmar. Styrelsen ska hålla minst fem ordinarie styrelsemöten per år där bolagets finansiella ställning och affärsmöjligheter går igenom samt att de etiska riktlinjer för företaget upprätthålls. Enligt Svensk kod för bolagsstyrning är majoriteten av ledamöterna oberoende av företaget. Ett exempel på detta är att ordföranden inte är anställd av företaget, erhåller inget arvode samt är inte berättigad att delta i företagets incitamentprogram.

<u>Styrelsesammansättning</u>	<u>Post</u>	<u>Invald</u>
Ian H. Lundin	Ordförande	2001
Adolf H. Lundin	Hedersordförande	2001
C. Ashley Heppenstall	Koncernchef och vd	2001
Carl Bildt	Styrelseledamot	2001 (avgick 6 oktober -06)
Viveca Ax:sson Jonsson	Styrelseledamot	2005
Kai Hietarinta	Styrelseledamot	2001
Lukas H. Lundin	Styrelseledamot	2001
William Rand	Styrelseledamot	2001
Magnus Unger	Styrelseledamot	2001

Alla styrelsemedlemmar har en gedigen bakgrund och erfarenhet från tidigare styrelsearbeten och finansiella verksamheter i större aktiebolag. I ett framtidsperspektiv borde styrelsen möjligtvis kompletteras med en erfarenhet inom förnyelsebar energi för att hitta nya marknader.

#### **4.1.3 Uppförandekod, bolagsstyrning, företagsledningens agerande och risk- och krishantering**

Enligt Lundin Petroleum är det viktigt att inte enbart arbeta för en god lönsamhet utan även att ta ett samhällsligt och miljömässigt ansvar. Ett exempel på hur Lundin Petroleum (då Lundin Oil) påverkades negativt genom att inte vara förberedda på att ta ett socialt ansvar var i den uppmärksammade investeringen i Sudan ett område stort som Småland, Blekinge, Skåne och Halland tillsammans. Lundin Petroleum anklagades för att ha stött förtrycket av den kristna minoriteten i söder. De var t.ex. tvungna att köpa koncessioner av diktaturregimen. Pengarna används till vapen i kriget. Vid byggandet av en väg ska regimen enligt olika människorättsorganisationer ha fördrivit folk och bränt byar. Vägarna användes sedan av militären för att nå de södra delarna. Oavsett Lundin Petroleums medverkan till förtrycket av den sudanesiska kristna befolkningen är bolaget övertygade om att de måste bedriva verksamheten på ett sätt som skyddar människor, tillgångar och miljön. Annars kan de inte nå lönsamhet. De följande beskrivna styrdokument kan ses som ett resultat av företagets försök till att motverka liknande Sudankrisen.

##### **4.1.3.1 Uppförandekod**

Lundin hävdar att de är det första pionjärerna inom prospektering på ett hållbart sätt. För att kunna göra det har de upprättat en uppförandekod 2001. I företagets uppförandekod skriver de så här: *"Vår målsättning är inte enbart att finna olja och gas utan vi är även förpliktigade att utvinna denna värdefulla resurs på bästa möjliga socioekonomiska sätt till förmån för alla våra partners inklusive värdland och den lokala befolkningen".*

Uppförandekoden berör vilken hållning Lundin ska ha i de värdländer där de verkar och hur de ska behandla lokalbefolkningen. Den beskriver hur Lundin ska behandla sin personal och att de ska motverka all form av korruption och mutor. Till sist beskriver uppförandekoden vilka förpliktelser bolaget har. Koden är väl utformad men den beskriver inte vilken uppföljning som görs eller hur pass den efterlevs. Därför är det svårt att bedöma företagets uppförande. Att Lundin ändå ser detta område som en viktig strategisk fråga gör att företaget kan komma att lyckas nå en önskad tillväxt.

##### **4.1.3.2 Relationer med intressenter**

För att Lundin Petroleum ska kunna lyckas med nya förvärv så behöver de ha en god relation till de intressenter som finns i området. För att kunna veta vilka intressenter de ska samarbeta med och vilka problem som finns i området genomförs en analys av den sociopolitiska miljön. En handlingsplan för att kunna lyckas med en etablering tas därefter fram. Lundin Petroleum skaffar sig därefter kontakt med t.ex. statliga myndigheter, lagstiftare och kommuner. I vissa områden i utvecklingsländerna som t.ex. Nigeria stöttar företaget lokala utvecklingsprojekt. Insatser för det lokala samhället ger på kort sikt högre kostnader och förutsätter att företaget måste effektivisera sin produktion för att öka sina intäkter. Å andra sidan leder ett samhällsansvar till att företaget ses som ett bra företag som det lokala näringslivet och befolkningen gärna samarbetar med. I ett längre perspektiv ökar det lönsamheten. När Lundin Petroleum ska lämna ett område möts de intressenter som ska återfå sin egendom för att gemensamt komma överens om återställande åtgärder.

##### **4.1.4 Bolagsstyrning**

Corporate Governance, eller bolagsstyrning med en svensk term, handlar om att styra bolag på ett sådant sätt att de uppfyller ägarnas krav på avkastning på det investerade kapitalet och därigenom bidrar till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt.

Lundins styrelse arbetar efter den antagna Svenska koden för Bolagsstyrning som upprättades under 2004. Koden behandlar t.ex. regler och principer för styrelsens arbete, vds uppgifter och riktlinjer för ersättning. Det är svårt att bedöma hur pass väl Lundin följer svensk kod för Bolagsstyrning eller deras uppföljningsarbete.

#### 4.1.5 Företagsledningens agerande

Företagsledningen agerande ska styras av uppförandekoden, upprättade styrdokument för ledningen samt något de kallar för "The Green Book". Den gröna boken består av ett ledningssystem för arbetsskydd, säkerhet och miljö. Företagets arbete för arbetsskydd, säkerhet och miljö samlas i något de kallar för HSE och företaget samhällsansvar samlas i en CSR-policy. Dessa följs upp varje månad.

Företaget presenterar hur väl de uppfyller HSE genom olika nyckeltal. Rapporteringen sker månadsvis. Exempel på Nyckelindikatorer är:

- Förlorad arbetstid till följd av incidenter – per 200 000 arbetstimmar. Under 2005 inom operativa tillgångar var totalt 1,19 under 2005; ingen av incidenterna var allvarliga.
- Oljeutsläpp eller gasläckor. Under 2005 inträffade ett oljeutsläpp (9,25 bbls) som rapporterades enligt bolagets regler inom producerande tillgångar.
- Dödsolyckor. Under 2005 inträffade inga olyckor bland medarbetare eller uppdragstagare.

Externa bolag granskar även verksamheten utifrån de uppställda policierna. Under 2005 genomfördes en extern granskning av verksamheterna i Frankrike, Tunisien och Storbritannien.

#### 4.1.6 Risk- och krishantering

Företaget har ingen redovisad plan för hur de går tillväga vid olika eventuella kriser. Inte heller en riskhanteringsplan. Dock kan de ovannämnda dokumenten ses som planer för att motverka risker och kriser.

### 4.2 Personalpolitik

Företaget har sedan starten 2001 anställt flertalet tekniskt kompetenta medarbetare. Idag arbetar omkring 200 anställda inom verksamheten. Ungefär 80 procent utav personalstyrkan utgörs av män.

Lundin Petroleum anser att en av branschens svagheter är bristen på kompetent personal. Det beror på att det inte tidigare har gjorts tillräckliga investeringar i utbildning och rekrytering av personal de senaste åren. Därför ser Lundin Petroleum företaget personalvård som en av de viktigaste punkterna för verksamhetens tillväxt. Lundin Petroleum satsar t.ex. på en framgångsbaserad ersättning och en arbetsmiljö med snabba beslutsprocesser. De har även upprättat en Uppförandekod och en handbok (The Green Book) för hälsa, säkerhet och miljöansvar, se beskrivning ovan. Företagets uppförandekod är som tidigare nämnt utförlig. Företaget har ju även uttalat klart och tydligt att humankapitalet är en av de viktigaste drivkrafterna för att lyckas. Tyvärr beskriver Lundin inte hur de ska arbeta med att få personalen mer kompetent och motiverad eller hur de ska kunna attrahera ny kompetent personal. Arbetsvillkoren beskrivs inte heller. Däremot beskrivs utförligt hur de mäter att handboken (The Green Book) för hälsa, säkerhet och miljöansvar efterlevs.

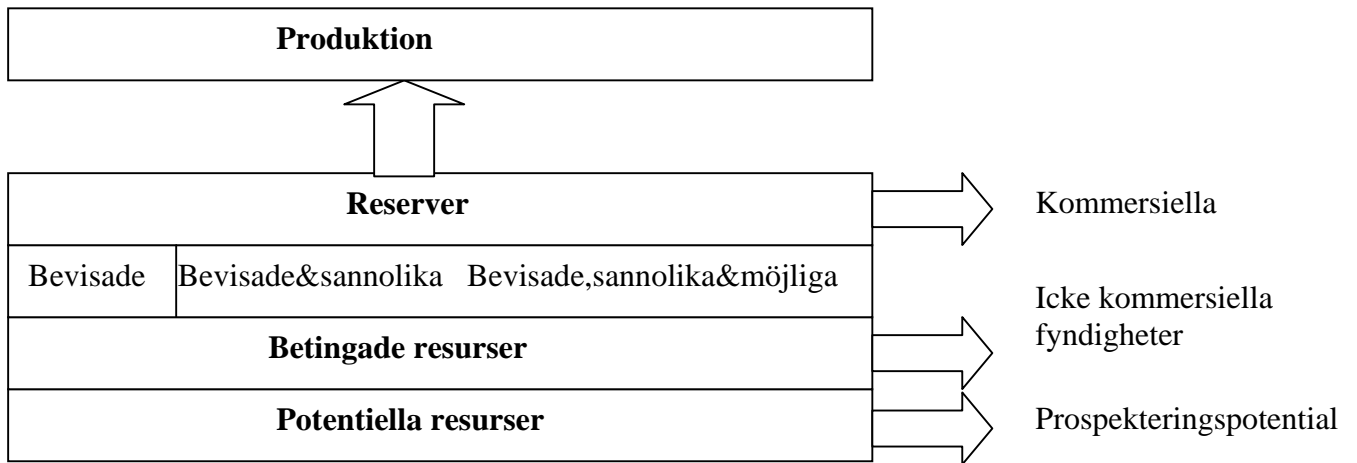
## 5 Faktiska och potentiella produkter samt produktionsprocess

### 5.1 Översikt

Lundin Petroleums verksamhet bygger på att prospektera, bygga ut, producera och förvärva olje- och gasreserver. De genomför borrningar dels på land och dels i haven från offshore plattformar för att finna olje- och gastillgångar. Företaget ser sig själva som ett mindre bolag och tar därför på sig uppdrag av mindre karaktär till skillnad från deras större konkurrenter. Eftersom Lundin Petroleum aktivt letar mindre riskprojekt som många av deras konkurrenter avböjer finns goda tillfällen till att realisera prospekteringsobjekt.

### 5.2 Produktionsprocess

Lundin Petroleums produktionsprocess kan delas in i olika stadier. Den kan exemplifieras med modellen nedan:



## 6 Forskning och utveckling

Lundin Petroleum bedriver idag ingen större satsning på forskning inom olja- och gasbranschen utan väljer att outsourca den kompetensen. Lundin Petroleum är t.ex. delfinansierare till Uppsala Hydrocarbon Depletion Group och Kjell Aleklett's arbete om "Peak Oil". Syftet med Aleklett's arbete är att få en obunden bedömning av oljereserverna i världen. Företaget uttalar även sitt stöd och tro på att Peak-oil kommer att nås. Istället för att internt satsa på forskning satsar företaget på olje- och gasförvärv i jakten på ny kompetens och nya fyndigheter.

Det kan ses som en nackdel att Lundin Petroleum inte bedriver forskning i egen regi eftersom det kan leda till att det blir dyrare att få ny teknologi och kompetens. I ett längre perspektiv kan det innebära att Lundin Petroleum hamnar på efterkälke.

## 7 Investeringar

För att nå målsättningen om att kontinuerligt expandera verksamheten behöver Lundin Petroleum identifiera nya prospekteringsmöjligheter och göra dem kommersiellt utvinningsbara. Därför satsas stora resurser på investeringar i framförallt nya anläggningar men även företagsförvärv.

Prospekteringen kräver ett långsiktigt investeringsperspektiv och för 2006 kommer verksamheten att utökas med 15 nya borrhningar som inte bara kommer att generera nya intäkter under 2006 utan även under ge större intäkter i framtiden. Investeringsbudgeten för utbyggnadsprojekt och prospektering för år 2006 är över 300 MUSD.

Ingen av de framtida kapitalinvesteringarna är avsatta för att förändras företagets produktion mot en mer energieffektiviserad utvinning eller omställning av produktionen av alternativt bränsle. Det kan ses som en svaghet. Att Lundin inte sätter av pengar för att satsa på en mer energieffektiviserad utvinning ser jag som en stor nackdel.

## 8 Faktiska och potentiella marknader

Lundin Petroleum är aktiv på marknaden för råolja och naturgas. Råolja och naturgas förekommer på alla kontinenter i världen. De största bevisade råoljereserverna finns i Mellanöstern, därefter Ryssland/Kaspien och Afrika. Världens totalt bevisade oljereserver uppgick vid slutet av år 2004 till 1 189 miljarder fat, varav 62 procent finns i Mellanöstern. Vid slutet av 2004 hade Mellanöstern 40 procent av det 179,5 tusen miljarder m<sup>2</sup> bevisade gasreserver i världen.

### 8.1 Försäljningssiffror för marknaden

Försäljning av olja och gas för räkenskapsåret som avslutades den 31 december 2005 uppgick till 3 995,5 MSEK (2 344,0 MSEK). Produktionen för perioden uppgick till 12 083 451 (9 755 455) fat oljeekvivalenter (boe), vilket motsvarar 33 190 (28 921) boe per dag (boepd). Uppnått genomsnittspris per boe för räkenskapsåret som avslutades den 31 december 2005 var 52,93 USD (37,67 USD).

Produktionen kommer idag från tillgångar i Frankrike, Holland, Indonesien, Norge, Ryssland, Storbritannien, Tunisien, och Venezuela. Lundin Petroleum tror att de i dessa områden finns ännu icke utbyggda olje- och gas fyndigheter samt pågående prospekteringsarbete. Lundin Petroleum har även prospekteringsstillgångar i Sudan, Irland, Albanien och Nigeria.

Lundin Petroleum har existerande bevisade och sannolika reserver på 146,1 miljoner fat oljeekvivalenter (mmbøe) och en förväntad produktion 2006, netto om 29 000 - 30 000 fat oljeekvivalenter per dag (boepd).

Olja transporteras från producent och konsument primärt med fartyg. Oljepriset för olika kvaliteter är relativt homogent på världsmarknaden. Gas transporteras främst genom pipelines. Priset varierar därför beroende på borrhningens geografiska placering i förhållande till konsumenterna.

Land	Koncernen 2005	Koncernen 2004
<b>Storbritannien</b>		
-Kvantitet i boe	7 240 996	3 674 000
-Genomsnittspris per boe	54,56	41,75
<b>Frankrike</b>		
-Kvantitet i boe	1 563 840	1 563 576
-Genomsnittspris per boe	53,75	36,90

<b>Norge</b>		
-Kvantitet i boe	372 356	870 746
-Genomsnittspris per boe	51,45	37,92
<b>Nederländerna</b>		
-Kvantitet i boe	855 397	948 548
-Genomsnittspris per boe	37,45	25,43
<b>Indonesien</b>		
-Kvantitet i boe	495 852	579 522
-Genomsnittspris per boe	48,90	34,79
<b>Tunisien</b>		
-Kvantitet i boe	328 627	677 923
-Genomsnittspris per boe	62,53	38,65
<b>Irland</b>		
-Kvantitet i boe	24 107	121 371
-Genomsnittspris per boe	33,31	26,24
<b>Total</b>		
-Kvantitet i boe	<b>10 881 175</b>	<b>8 435 686</b>
-Genomsnittspris per boe	<b>52,93</b>	<b>37,67</b>

## 9 Branschanalys

Konkurrenterna på marknaden för olja och gas består främst av nationella oljebolag såsom Statoil och Aramco och de stora integrerade företagen som t.ex. Shell, BP och Exxon. Ett integrerat företag sysslar både med s.k. upstream och downstream produktion vilket innebär att de tar upp olja och raffinerar den samt försäkrar den lokala energiförsörjningen. Lundin Petroleum är ett oberoende företag som fokuserar sin verksamhet på upstream, prospektering och produktion.

Oljebranschen påverkas till stor del av OPEC (Organization of Petroleum Exporting Countries). Det är en internationell organisation som består av princip alla oljeproducerande länder i Mellanöstern och Nordafrika. Organisationen anses ha mycket makt över världsmarknadspotentialen på råolja. OPEC-ländernas nuvarande produktion utgör cirka 40 procent av världspotentialen. De bestämmer t.ex. hur mycket olja som medlemmarna ska producera under ett år, vilket påverkar priset på olja.

Branschen karaktäriseras i genomsnitt av en tillväxt på drygt 2-3 procent per år. Dock har Lundin Petroleum under 2005 haft en tillväxt på 64 procent om resultatet efter skatt jämförs med år 2004.

### 9.1 Graden av konkurrens bland existerande företag

På marknaden för olja och naturgas är konkurrensen stenhård eftersom det råder begränsade tillgångar på naturresurserna som ska delas på ett flertal aktörer på marknaden. Det finns även en stor likviditet på marknaden som gör att det för befintliga aktörer är svårt att kunna köpa nya fyndigheter. Konkurrensen mellan företagen innebär dock ingen dumpning av priserna eftersom det råder så pass stor efterfrågan på olja och gas.

### 9.2 Hot från nya aktörer

Risken för konkurrens från nyetablerade olje- och gasföretag är emellertid minimal eftersom det krävs stora kapitalresurser, kunskap och erfarenheter för att kunna etablera sig på marknaden.

### 9.3 Substitut

Ett flertal substitut till olja- och gas finns, både fossila och förnyelsebara bränslen. Exempel på detta är etanol, bränsleceller, kol, biodisel och kärnkraft. Det är dock länge till samhället kommer att kunna ställa om sig och göra sig av med sitt olje- och gasberoende. Efterfrågan på olja och gas ökar i takt med att världsekonomin ökar, speciellt i utvecklingsländerna. Nedan beskrivs de icke-fossila alternativen

#### 9.3.1 Bioenergi

Bioenergi är en effektiv metod för att utnyttja skogsbränsle för framställning av fjärrvärme, el, pellets, etanol och metanol. Problemet idag är att tekniken för produktionen och användning av biodrivmedel är underutvecklad. Idag är priset alldeles för högt jämfört med fossila bränslen. Om förespråkare för förnybara drivmedel får rätt och att dagens prissättning på bensin, diesel och

naturgas ska spegla de faktiska kostnaderna på den globala miljön kan bioenergi vara ett alternativ. Den stora bakomliggande drivkraften för biodrivmedel är det ökade oljeberoendet, med stigande oljepris och negativ miljöpåverkan. Pådrivande är fordonsindustrins satsningar på biobränsle drivna bilar. Slutkonsumenternas intresse för miljö och koldioxidneutrala utsläpp, tillsammans med skattereduktioner (trängselskatt) och gratis parkering gör att efterfrågan på biodrivmedel kommer att öka stadigt. Potentialen finns för teknikexport av bioetanolframställning men området kräver ytterligare utveckling.

### 9.3.2 Vindkraft

I Sverige och i många andra länder växer vindkraften som en förnybar energikälla. General Electric och Siemens är två av de stora globala tekniktillverkare som har etablerat sig som vindkraftstillverkare ger signaler om att det finns en framtida lönsamhetspotential i den här branschen. EU och Sverige har initierat olika stödprogram för att driva på tillväxten inom sektorn. Trots detta är vindkraft fortfarande inte så pass effektivt och billigt som fossila bränslen är idag. Och det kommer dröja länge innan det kommer att vara det.

### 9.3.3 Solenergi

Solenergi kan delas in i två områden. Solfångare eller termisk solvärme innebär teknik för att producera varmvatten. Det andra området bygger på solceller som omvandlar solenergi till elektrisk energi utan att något bränsle behövs och utan att resultera i några utsläpp.

Solceller används idag inom elproduktion där det av tekniska eller ekonomiska skäl inte går att ansluta sig till elnätet. Men för en storskalig elproduktion är fortfarande alternativen billigare. I ett längre perspektiv finns det dock en stor potential för solceller som ansluts till elnätet. Ett problem har varit att solcellstekniken har varit dyr. Men satsningar på högre verkningsgrad och lägre produktionskostnader för solceller har medfört att byggnadsintegreringar av solcellsteknik närmar sig lönsamhet. Däremot ligger rena solkraftverk längre fram i tiden. De flesta prognoser om solcellmarknadens utveckling för storskalig användning ligger mellan 20-50 år fram i tiden. Solvärme via termiska solfångare används främst för att ersätta el eller olja för uppvärmning och varmvatten i byggnader. Solfångare kombineras typiskt med biobränsle och förutom att den ersätter el alternativt olja höjer den också verkningsgraden hos biobränslepannan.

## 9.4 Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka

Eftersom det råder en begränsad tillgång på olja- och gastillgångar har säljarna en stark förhandlingsstyrka i jämförelse med köparnas. Efterfrågan på olja är cirka 50 gånger större än vad som idag produceras och därmed kan säljarna ta ut ett högt pris på olja. Världen konsumerar två fat olja för varje nytt fat som upptäcks.

I ett längre perspektiv går åsikterna isär om hur det kommer att se ut. Oljan kan bli billigare under de närmaste åren, till följd av pågående investeringar och bättre teknik. Men längre fram kan marknaden vänta sig en tilltagande bristsituation som på nytt driver upp oljepriset. För Marian Radetzki, som tidigare svarade för forskningsorganet SNS Energy, gäller det i stället främst att förstå marknadens dynamik. När priset på olja stiger, så blir det mer lönsamt att investera i oljesektorn och att utnyttja fyndigheter även till höga kostnader. Därför menar han att det inte finns någon borte gräns, utan att oljan kommer att förslå under all överskådlig tid och oljan kommer att bli billigare. Aleklett förutspår en tilltagande brist på olja som efter hand måste driva upp priset ytterligare.

I tidningen Financial Times beskrev nyligen den brittiske ekonomen George Magnus, rådgivare vid UBS Investment Bank, hur han ser det nuvarande höga oljepriset som förebud om en kommande bristsituation. I förlängningen väntar då ännu högre oljepriser, som riskerar att driva in världsekonomin i en recession - eller åtminstone en utdragen period av svag tillväxt.

## 10 Konkurrensanalys

Lundin Petroleum ser sig själva som ett litet oberoende olje- och gasbolag i en tillväxtfas som i jämförelse med de stora oljebolagen har möjligt att erbjuda kompetent personal en flexibel arbetsplats med korta beslutsprocesser. De följer en strategi som huvudsakligen kan delas upp i fyra delar.

Den första delen är att de investerar i ny prospektering för att organiskt öka reservbasen och i mogna tillgångar för att maximera lönsamheten genom borrningar, workovers och förbättrad utvinningsteknik. Denna del förutsätter en god likviditet. Den andra delen är att de effektivt ska

exploatera sina tillgångar. Den tredje delen är att de har de personella resurserna som krävs. Till sist är att de är villiga att investera i utvecklingsländer, vilket innebär ofta att risken för politiska konflikter är hög eller det redan pågår en konflikt. Där ett måste enligt Lundin Petroleum att satsa på dessa länder eftersom det blir allt svårare att lokalisera framtida olje- och gasreserver. Lundin Petroleum vill vara det självklara valet för branschföretag och stater i dessa områden som söker samarbetspartners.

Det är det sista steget som kan sägas utgöra Lundins konkurrensstrategi. Eftersom de är ett sånt pass litet företag har de enbart möjlighet att verka där ingen av de stora bolagen verkar.

## 11 Strategi för miljö och klimat

### 11.1 Miljöstrategi

Som tidigare nämnt anser Lundin att miljöstrategin är en av de viktigaste faktorerna för att lyckas. Lundin Petroleums arbete för miljö samlas i handboken HSE, och i deras ledningssystem för arbetsskydd, säkerhet och miljö Gröna boken. Under 2005 inträffade ett oljeutsläpp (9,25 bbls) som rapporterades enligt bolagets regler inom producerande tillgångar. Hur pass väl företaget uppfyller handboken och ledningssystemet är svårt att bedöma. De medger att deras verksamhet inte är så pass hållbar som de själva har satt mål för. Storbritannien är för närvarande Lundin Petroleums enda verksamhetsområde som regleras av ETS, ett miljösystem som tillkommit på initiativ av Kyotoprotokollet, FN:s ramkonvention om klimatförändring. Företaget strävar i alla fall efter att bli bättre.

Enligt en extern bedömning av verksamheten i Tunisien kommenterades följande svagheter som var akuta:

- det saknades mätbara mål i HSE-ledningssystemet och en skriftlig HSE-åtgärdsplan för verksamheten
- riskhantering
- ledning av underleverantörer
- tillsyn av verksamheterna.

### 11.2 Klimatstrategi

Som tidigare nämnts har företaget ingen egentlig klimatstrategi. Företaget vet att Peak-oil kommer att inträffa och de stödjer den forskning som är relativt pessimistiska. Därför är det konstigt att de inte har en plan för hur de ska möta detta. Det kan bero på att de ändå inte tror att efterfrågan på deras produkter kommer att minska inom en överskådlig framtid, utan snarare tvärtom. Företaget har inte heller någon egentlig plan att förbättra och få fram renare bränsle eller några planer att arbeta med förnyelsebar energi. De redovisar enbart den verksamhet där de har lyckats sänka hur utsläpp av fossila bränslen.

## 12 Lagar och förordningar

Lundin Petroleum finns representerade i flera länder över hela världen. Det innebär att företaget omfattas av olika nationella lagar men även lokala avvikelser specifika för området. Det medför att det är omöjligt för Lundin Petroleum att ha en gemensam strategi för projektering och produktion av olja och gas. Varje land och område kräver sin specifika lösning.

En uppfattning bland de flesta av alla världens länder är att samhället måste förändra sitt beroende av fossila bränslen. Detta kommer i ett längre perspektiv innebära att nya lagar och förordningar tas fram för att gynna icke fossila lösningar. Detta kommer att påverka Lundin Petroleums verksamhet.

## 13 Hur lyckas Lundin Petroleum möta de risker och trender som identifierats i omvärldsanalysen?

Bedömningen har utgått från följande bedömningsintervall:

100-80 procent Mycket bra

79-50 procent Bra

49-0 procent Inte bra

<b>Dimension</b>	<b>Kriterie</b>	<b>Poäng</b>
<i>Ekonomisk</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Finns det en uppförandekod och hur efterlevs den? (Code of Conduct)</li> <li>- Vilken bolagsstyrning råder? Hur agerar företagsledningen? (Corporate Governance)</li> <li>- Hur hanteras risker och kriser?</li> <li>- Vilka olje- och gastillgångar har företaget?</li> <li>- Vilka reserver av naturgas har företaget?</li> <li>- Vilken avkastning från flytande naturgas har företaget?</li> <li>- Hur sker exploatering och prospektering?</li> <li>- Vilket utbud av gasprodukter har företaget?</li> <li>- Hur pass öppna är företaget med att redovisa vad de gör?</li> </ul>	<p><b>60 procent.</b></p> <p>Företaget har en bra uppförandekod och bolagsstyrning, som de gör uppföljning på och ständigt utvecklar. Det är dock oklart hur pass väl uppförandekoden följs i de länder där de prospekterar. Företagsledningen agerar tveksamt i vissa länder där den politiska oron är hög. Det finns inte heller någon risk och krishanteringsplan. Företaget har i förhållande till sin storlek en relativt bra tillgång på tillgångar och reserver.</p>
<i>Miljö</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vilken miljöpolicy har företaget och strategisk miljöledning?</li> <li>- Hur faller deras miljöarbete ut? (Eco-Efficiency)</li> <li>- Hur ser företagets miljörapportering ut?</li> <li>- Hur ser företagets miljöledningssystem ut?</li> <li>- Hur efterlevs systemet?</li> <li>- Hur ser företagets klimatstrategi ut?</li> <li>- Hur arbetar företaget med att förbättra och få fram renare bränsle?</li> <li>- Hur arbetar företaget med förnyelsebar energi?</li> <li>- Vilken kapacitet har företaget för att ändra sin produktion?</li> <li>- Andel förnyelsebar energi?</li> <li>- Hur mycket av de framtida kapitalinvestering är avsatta för förnyelsebar energi?</li> <li>- Hur väl redovisar företaget deras utsläpp av fossila bränslen?</li> <li>- Vilka mål och strategier har företaget för att minska företagets koldioxidutsläpp och att möta kommande miljörisker?</li> <li>- Producerar företaget något biobränsle?</li> </ul>	<p><b>40 procent.</b></p> <p>Företaget har t.ex. ingen strategi för hur de ska energieffektivisera sin verksamhet och de har inga planer på hur de ska ställa om sin verksamhet mot alternativa energimöjligheter.</p>
<i>Social</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hur ser företagets samhällsansvar ut?</li> <li>- Hur arbetar företaget med Humankapital</li> <li>- Vilka arbetsvillkor har företaget?</li> <li>- Vilken social rapportering gör företaget?</li> <li>- Hur arbetar företaget att få en säker arbetsmiljö?</li> </ul>	<p><b>45 procent.</b></p> <p>Företaget har en bra personalpolitik där de inser behovet av att ha en kompetent personal som behandlas på ett utvecklande sätt. deras svaghet är hur de agerar som</p>

- Hur påverkar företaget det lokala samhälle som de verkar i och vilket ansvar tar företaget i det samhället där företaget verkar?	sammansmedborgare och tar hänsyn till det lokala samhället som de verkar i.
--	---

## 14 SWOT-analys

### 14.1 Styrkor

- Flexibelt företag i val av projekt. De har möjlighet att realisera små riskfyllda projekt.
- Effektiv/ produktiv personal.
- Bra dokument för hur de ska ta ett stort samhällsansvar och verka för en hållbar utveckling.
- Realiserar de flesta projekteringarna till produktion.

### 14.2 Svagheter

- Bolaget är litet i förhållande till deras konkurrenter.
- Investeringarna sker i politiskt instabila länder.
- Bedriver ingen egen forskning.
- Beroende av tillgångarna i Storbritannien (70 procent)
- Ingen klimatstrategi
- Ingen risk- och krishanteringsplan

### 14.3 Möjligheter

- Rådande högkonjunktur.
- Stort rådande världsbehov utav råolja och naturgas. (På kort sikt)
- Fortsatt högt pris på råolja.

### 14.4 Hot

- Politiska oroligheter i värdlländerna.
- Efterfrågan på miljövänligare alternativ till olja ökar.
- På längre sikt kommer peak-oil att nås.

Vi tror att följande faktorer avgör Lundin Petroleums framtid; förmågan att öka reserverna och produktionen, lyckas med ett socialt ansvarstagande och omtanke om miljön, fortsatt högt olje- och gaspris samt en god personalpolitik.

## 15 Redovisningsanalys

Det höga oljepriset har under de senaste åren resulterat i förändringar i värderingen av olje- och gastillgångar. Ett exempel på detta är att branschen och den finansiella marknaden sätter betydande värden på prospekteringsstillgångar och betingade resurser (olja- och gasfyndigheter som ännu inte har kommersialiserats).

Lundin Petroleums har en stark likviditet för att kunna göra investeringar.

### 15.1 Redovisningsprinciper

Lundin Petroleum har sedan 2005 med vissa undantag använt sig av den internationella redovisningsstandarden (IFRS). Det beror på att den Europeiska unionen (EU) har fastställt att den ska gälla för alla bolag noterade på europeiska börser från och med 1 januari 2005. De finansiella rapporterna för år 2005 och 2004 har upprättats i enlighet med Internationell redovisningsstandard, Tidigare använde Lundin Petroleum svenska redovisningsprinciper.

## 15.2 Noter

### 15.2.1 Valutadifferenser

Koncernredovisningen för Lundin Petroleum redovisas i SEK. Varje balans- och resultaträkning för dotterbolagen omräknas enligt dagskursmetoden. Det kan leda till enorma effekter på skuldernas och tillgångarnas värdering. Många av dotterbolagen är verksamma i länder med hög inflation.

### 15.2.2 Olje- och gastillgångar

Tillgångarna redovisas till historisk kostnad minus avskrivningar. Det betyder att tillgångarna tenderar att vara undervärderade då priset på råolja konstant ökar.

Reserverna delas in i tre kategorier bevisade, sannolika och möjliga. Lundin Petroleum redovisar sina reserver som bevisade och sannolika. De klassificerar inte sina reserver som möjliga. Det betyder att Lundin Petroleum inte uppskattar de möjliga reserverna som tillgångar och kommer på så sätt få ett lägre värde på företaget. Utöver de bevisade och sannolika reserverna har Lundin Petroleum så kallade betingade reserver. Det är olje- och gasreserver som inte klassas som reserver. Eftersom det krävs ytterligare arbete innan de kan övergå till att klassas som reserver. Lundin Petroleum beräknar resurserna på samma sätt som reserver. Utöver de betingade resurserna finns det även prospekteringsresurser. Lundin Petroleum antar att cirka 50 procent utav prospekteringsresurserna går att utvinna. Reservberäkningarna bekräftas årligen av ett av världens största, oberoende certifieringsbolag.

Eftersom Lundin Petroleum inte har några möjliga reserver slipper de betala skatt och reserverna behövs inte heller skrivas ned. De möjliga reserverna behöver dessutom inte kostnadsföras i årsredovisningen.

Det är svårt att dra en slutsats om värderingen på de möjliga reserverna för olja och gas då fördelarna och nackdelarna att tar ut varandra. Att värdera alla resurser och reserver är svårt då det inte går att förutse om det kommer att leda till en färdig produkt.

### 15.2.3 Skatter

Koncernens resultat för Lundin Petroleum redovisas med svensk bolagsskatt. Det är en summering av skattekostnaden för varje dotterbolag, beräknad på respektive lands skattesats och valuta. Skattesatserna skiljer sig avsevärt mellan länderna, i Sverige t.ex. är bolagsskatten 28 procent medan Venezuela har en skattesats på 67 procent.

### 15.2.4 Personal

Totalt har Lundin Petroleum minskat personalstyrkan med 290 till 197 personer (32 procent) mellan 2004 och 2005. I Storbritannien har personalen halverats. Vad detta beror på preciseras inte. Det kan ses som både positivt eller negativt. De kan ha effektiviserat sin produktion eller så beror det på stora förluster i dotterbolaget.

## 16 Finansiell analys

Den finansiella analysen kommer inte att baseras på nyckeltal från Lundin Petroleums egna nyckeltal då de är framtagna specifikt för deras företag. Istället kommer egna nyckeltal att räknas fram utifrån data från det sista kvartalet 2005 och de te första kvartalen 2006.

### 16.1.1 Soliditet

För att få fram soliditeten har jag tagit summa eget kapital dividerat med summa tillgångar. Det ger oss en soliditet på 47 procent. Soliditeten för sysselsatt kapital är 57 procent och har beräknats genom att dividera det egna kapitalet med summa tillgångar minus kortfristiga skulder.

Soliditeten anger företagets finansiella styrka och är ett mått på företagets långsiktiga överlevnadsförmåga. Ett vanligt riktmärke är att soliditeten ska vara mellan 30 och 40 procent. För Lundin Petroleum som tar stora risker och satsar offensivt på investeringar behövs en högre soliditet än rekommenderat. Deras soliditet för 2005 kan anses lite låg.

### 16.1.2 Räntabilitet på totalt kapital

Är ett mått på Lundin Petroleums lönsamhet. Måttet anger i vilken utsträckning avkastningen blir på ägarnas satsade kapital. Räntabiliteten för totalt kapital fås genom att addera ihop resultat efter

finansiella poster och räntekostnader. Sedan dividera summan med det genomsnittliga totala kapitalet. Beräknat på det fjärde kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 har Lundin en räntabilitet på 30 procent.

### 16.1.3 Räntabilitet på eget kapital

Räntabiliteten på eget kapital är även det ett mått på lönsamhet och definieras som ovan. Beräknat på det fjärde kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 har Lundin en räntabilitet på 44 procent.

### 16.1.4 Kassalikviditeten

Summa omsättningstillgångar minus varulager dividerat på summa kortfristiga skulder ger företagets likviditet och speglar förmågan att betala sina kortfristiga skulder. Den bör vara minst 100 procent för att klara av alla kortfristiga skulder. Lundin Petroleum har en låg likviditet på 106 procent.

### 16.1.5 Vinstmarginal

Vinstmarginalen visar hur mycket företaget får varje krona i omsättning. Formeln lyder resultat före finansiella poster plus finansiella intäkter dividerat på omsättningen. Beräknat på det fjärde kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 har Lundin en vinstmarginal på 44 procent.

### 16.1.6 Ränteteckningsgrad

Ränteteckningsgraden beräknas genom att resultatet före finansiella poster plus finansiella kostnader divideras med de finansiella kostnaderna. Måttet visar hur många gånger företagets resultat kan betala räntorna på de långfristiga lånen. Ränteteckningsgraden bör överstiga 3,5 och Lundin Petroleum uppnår en täckningsgrad på 12,86 om det sista kvartalet 2005 beräknas tillsammans med de tre första kvartalen 2006.

## 16.2 Kvantifiering av hållbara kriterier

Dimension	Vikt	Min bedömning	Genomsnitt branschen	Effekt	Effektivitets-indikator
<i>Ekonomisk</i>	39,2 %	60%	64%	Neutral	-
<i>Miljö</i>	37,6 %	40%	55%	Negativ	-0,2
<i>Social</i>	23,2 %	45%	55%	Neutral	-

Positivt:  $> = 1,2 * \text{genomsnitt för branschen}$

Neutral:  $< 1,2 * \text{genomsnitt för branschen}, > 0,8 * \text{genomsnitt}$

Negativ:  $< 0,8 * \text{genomsnitt}$

## 17 Antaganden

Antagandena är baserade på den strategiska analysen, redovisningsanalysen, den finansiella analysen samt uppgifter i årsredovisningen 2005 och kvartalsrapport 3 år 2006.

- **Bankräntan i procent år 1-3: 6 %, 4 och i evig tid: 7 %** – bankräntan per den sista december 2005 var 5,3 procent och har erhållits från årsredovisningen. Vi är inne i en period då riksbanken höjer styrräntan i olika omgångar. Utifrån det antar jag att Lundin Petroleum kommer att få en höjd bankränta med drygt en procentenhet år 1-3. Efter år 3 och framåt kommer bankräntan att stiga med ytterligare en procentenhet.
- **Soliditet SYSS 60%** - för att få fram soliditetsmålet har jag tagit soliditeten mellan åren 2001-2005 och räknat ut genomsnittet. Genomsnittet blev drygt 60 procent.
- **Evig tillväxt efter prognosperioden 4 %** - jag antar att tillväxten är något högre än BNP-utvecklingen. Det beror på att jag tror att olje- och gasefterfrågan kommer att vara hög och priset kommer att fortsätta vara högt. Den är dock inte lika hög som vid en Fundamental analys. Tillväxten minskas med 20 procent.
- **Tillväxttakt för nettoomsättningen 35 %** - den faktiska omsättningsökningen har varit extremt hög de 5 senaste åren. Vissa år har stora förvärv och försäljningar skett. Dessutom startades företaget år 2001. Detta har givit extrema värden som inte är jämförbara med varandra. Jag har dock antagit en hög tillväxttakt eftersom företaget har en offensiv investeringsstrategi och de har visat en hög tillväxt varje år.
- **Rörelsens kostnader 25 %** - Kostnaderna för rörelsen antas stiga med 25 procent då Lundin Petroleum har visat i tidigare redovisningar att kostnaderna inte stiger i samma takt som nettoomsättningen utan har hållits ner genom effektivisering.
- **Rörelsens kostnader efter prognosperioden 30 %** - Kostnaderna kommer att öka med 20 procent eftersom bolaget är dåligt förberedda inför kommande trender inom branschen.
- **Avskrivningar 20 %** - avskrivningarna inom Lundin Petroleum sker i tre olika faser. På 3 år, 5 år och 10 år. Jag har valt att räkna fram den genomsnittliga procentsatsen utav dessa tre olika avskrivningstakter som ger, avrundat, 20 procent.
- **Investeringar år 1: 2 037 MSEK**– Lundin Petroleum har beräknat att tillväxten kommer att vara 300 MUSD. Jag har använt valutakursen per den sista december 2005 1 USD=7,4550 SEK, samma kurs som används i årsredovisningen.
- **Investeringstillväxt 20 %** - för att klara konkurrensen och skapa ny lönsamhet måste Lundin Petroleum ha en hög tillväxt på investeringarna. Jag använder oss av antagandet om en tillväxt på 20 procent då investeringarna för år 1 motsvarar cirka 20 procent utav de totala materiella anläggningstillgångarna.
- **Obligationsränta (riskfri ränta) 6 %** – enligt Dagens Nyheter den 20 september 2006.
- **Generell riskpremie 5 %**
- **Betavärde för aktien 0,68** – enligt kvartalsrapport 3 2006. Uppgiften är hämtad från Avanza den 7 januari 2007.
- **Inlåningsränta 4 %** – den genomsnittliga räntan, utifrån ränteintäkter dividerat med kassa/bank är 4,75 procent. Då det inte preciserats i noterna om det rör sig om ränteintäkter från banken eller ränteintäkter från obetalda fakturor uppskattar jag räntan till 4 procent.
- **Skattesats 28 %** – Jag har antagit en schablonskatt på 28 procent. Det vill säga bolagskatten i Sverige.
- **Operativt kassabehov 15 %** – generellt behövs 3 procent av omsättningen i kassabehov för att klara att driva verksamheten. Då Lundin Petroleum satsar offensivt med investeringar och tar stora risker krävs det en större kassa än 3 procent. Jag antar att de krävs cirka 15 procent.
- **Rörelsekapital ökar med 20 % per år** – Omsättningen enligt antagandet ovan har ökat med 35 procent per år. Jag tror inte att kostnaden för rörelsekapital ökar i samma takt. Därför har jag antagit en lägre ökad kostnad på rörelsekapital.
- **Amorteringar 10 % per år** – uppgiften är hämtad ifrån årsredovisningen

## 18 Analys av proforma

<b>Resultaträkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
Nettoomsättning	4 305 804	5 812 835	7 847 328	10 593 893	14 301 755	14 873 825
Rörelsens kostnader	-1 474 982	-1 843 728	-2 304 659	-2 880 824	-3 601 030	-4 681 339
Avskrivningar	-1 011 606	-1 213 927	-1 456 713	-1 748 055	-2 097 666	-2 517 199
<b>Rörelseresultat</b>	<b>1 819 216</b>	<b>2 755 181</b>	<b>4 085 956</b>	<b>5 965 013</b>	<b>8 603 058</b>	<b>7 675 286</b>
Finansiellaintäkter	59 254	68 339	108 570	83 667	79 415	148 344
Finansiellakostnader	-131 251	-343 689	-387 601	-470 631	-642 164	-602 638
<b>Resultat före skatt</b>	<b>1 747 219</b>	<b>2 479 831</b>	<b>3 806 925</b>	<b>5 578 049</b>	<b>8 040 310</b>	<b>7 220 992</b>
Skatt	-1 040 561	-1 239 915	-1 903 462	-2 789 024	-4 020 155	-3 610 496
<b>Nettoresultat</b>	<b>706 658</b>	<b>1 239 915</b>	<b>1 903 462</b>	<b>2 789 024</b>	<b>4 020 155</b>	<b>3 610 496</b>

<b>Balansräkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>13 629 199</b>	<b>14 452 272</b>	<b>15 439 959</b>	<b>16 625 184</b>	<b>18 047 454</b>	<b>15 803 342</b>
Överlikviditet		2 198 722	1 180 765	236 408	-	3 040 872
Varulager	137 425	164 910	197 892	237 470	284 964	341 957
Kundfordringar	307 758	369 310	443 172	531 806	638 167	765 800
Övriga kortfristiga fordringar	150 796	180 955	217 146	260 575	312 691	375 229
Övriga omsättningstillgångar	2 616 325	3 139 590	3 767 508	4 521 010	5 425 212	6 510 254
Likvida medel	346 281	871 925	1 177 099	1 589 084	2 145 263	2 231 074
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3 558 585</b>	<b>6 925 412</b>	<b>6 983 582</b>	<b>7 376 353</b>	<b>8 806 297</b>	<b>13 265 186</b>
<b>S:a Tillgångar</b>	<b>17 187 784</b>	<b>21 377 684</b>	<b>22 423 541</b>	<b>24 001 537</b>	<b>26 853 751</b>	<b>29 068 528</b>
Ingående eget kapital	9 666 007	10 754 227	10 551 700	10 413 143	10 653 590	12 104 414
Årets resultat	706 658	1 239 915	1 903 462	2 789 024	4 020 155	3 610 496
<b>S:a Eget kapital</b>	<b>10 372 665</b>	<b>11 994 142</b>	<b>12 455 163</b>	<b>13 202 168</b>	<b>14 673 745</b>	<b>15 714 910</b>
Lån	4 784 711	4 306 240	3 875 616	3 488 054	3 139 249	2 825 324
Finansieringsbehov	874 202	1 491 133	3 247 061	5 076 983	6 643 248	4 610 411
Ej räntebärande skulder	1 156 206	1 387 447	1 664 937	1 997 924	2 397 509	2 877 011
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>	<b>17 187 784</b>	<b>19 178 962</b>	<b>21 242 776</b>	<b>23 765 129</b>	<b>26 853 751</b>	<b>26 027 656</b>

<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>16 031 578</b>	<b>19 990 237</b>	<b>20 758 604</b>	<b>22 003 613</b>	<b>24 456 242</b>	<b>26 191 517</b>
Utdelning	- 381 562	1 442 442	2 042 019	2 548 578	2 569 331	15 714 910

### Nyckeltal

<i>Soliditet</i>	60%	56%	56%	55%	55%	54%
<i>Soliditet syss</i>	65%	60%	60%	60%	60%	60%
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>	60%	16%	22%	31%	42%	34%
<i>Räntetäckningsgrad</i>	12,86	7,02	9,54	11,67	12,40	11,74
<i>Räntabilitet på totalt kapital</i>	10%	13%	17%	24%	32%	26%
<i>Kassalikviditet</i>	296%	499%	419%	369%	367%	461%
<i>Vinstmarginal</i>	44%	21%	24%	26%	28%	24%

<b>Kassaflödesanalys</b>	<b>ÅR 1</b>	<b>ÅR 2</b>	<b>ÅR 3</b>	<b>ÅR 4</b>	<b>ÅR 5</b>
Redovisat Resultat (Nettoresultat)	1 239 915	1 903 462	2 789 024	4 020 155	3 610 496
+Avskrivningar	1 213 927	1 456 713	1 748 055	2 097 666	2 517 199
+ <i>Räntekostnad efter skatt</i>	171 844	193 801	235 316	321 082	301 319
-/+Kundfordringar	-61 552	-73 862	-88 634	-106 361	-127 633
-/+Lager	-27 485	-32 982	-39 578	-47 494	-56 993
-/+Kortfristiga skulder	1 328 193	1 596 598	1 889 354	2 313 842	2 797 595
-/+Likvida medel	-525 644	-305 174	-411 985	-556 179	-85 811
<b>A Kassaflöde från rörelsen</b>	<b>3 339 199</b>	<b>4 738 556</b>	<b>6 121 552</b>	<b>8 042 710</b>	<b>8 956 173</b>
- Investeringsverksamhet	-2 037 000	-2 444 400	-2 933 280	-3 519 936	-4 223 923
<b>B Fritt Kassaflöde till företaget FKFF</b>	<b>1 302 199</b>	<b>2 294 156</b>	<b>3 188 272</b>	<b>4 522 774</b>	<b>4 732 250</b>

**Beräkningar**

CAPM= $re=rf+(Rm-rf)*Beta$	$Re= 0,06+(0,05*0,68)$		
MRP=( $Rm-rf$ )		CAPM =	<b>0,094</b>
WACCsyss			
E=60%	$0,60*0,094$	<b>0,056</b>	
S = 40%	$0,40*(0,07*0,72)$	<b>0,020</b>	
	*1,2	<b>0,024</b>	
T=100%		WACC syss =	<b>0,081</b>

**Indirekt C-f värdering**

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Terminlavärde	
FKFF WACC 8,1%	1 302 199	2 294 156	3 188 272	4 522 774	4 732 250	4 921 540	
	0,9254	0,8564	0,7925	0,7334	0,6787	0,0406	
	<b>1 205 079</b>	<b>1 964 714</b>	<b>2 526 795</b>	<b>3 317 095</b>	<b>3 211 877</b>		= 121 244 089
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>12 225 561</b>						x 0,6787
							= <b>82 290 904</b>
Prognosperiod	12 225 561						
Terminalvärde	82 290 904						
Överlikviditet	-						
<b>Summa Företagsvärde</b>	<b>94 516 466</b>						
-Lån	4 784 711						
<b>Summa Aktievärde</b>	<b>89 731 755</b>						
Antal aktier	3 140 951						
<b>Pris per aktier</b>	<b>28,57</b>						

## **19 Slutsatser Lundin Petroleum**

*Slutsatserna presenteras i uppsatsens följande avsnitt "Resultat Företagsvärdering" och "Analys och tolkning" samt "Slutsatser".*

**Bilaga 4**  
Värdering Statoil ASA utifrån  
Fundamental analys

# Innehållsförteckning

1	FÖRETAGETS HISTORIK OCH NUVARANDE VERKSAMHET .....	3
2	STYRELSE, LEDNINGSGRUPP OCH ORGANISATION .....	3
2.1	<i>Ledning</i> .....	3
2.2	<i>Styrelse</i> .....	3
2.3	<i>Personalpolitik</i> .....	4
3	FAKTISKA OCH POTENTIELLA PRODUKTER SAMT PRODUKTIONSPROCESS .....	4
3.1	<i>Översikt</i> .....	4
4	INVESTERINGAR .....	5
5	FAKTISKA OCH POTENTIELLA MARKNADER .....	5
5.1	<i>Råolja- och gas</i> .....	5
5.2	<i>Produktions- och försäljningssiffror för marknaden</i> .....	5
6	BRANSCHANALYS .....	8
6.1	<i>Graden av konkurrens bland existerande företag</i> .....	8
6.2	<i>Hot från nya aktörer</i> .....	8
6.3	<i>Substitut</i> .....	8
6.4	<i>Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka</i> .....	8
7	KONKURRENSANALYS .....	8
8	STRATEGI FÖR HÅLLBAR UTVECKLING .....	9
8.1	<i>Översikt</i> .....	9
9	LAGAR OCH FÖRORDNINGAR .....	9
10	SAMHÄLSEKONOMISK UTVECKLING .....	9
	OCH MILJÖ .....	9
11	SWOT-ANALYS .....	10
11.1	<i>Styrkor</i> .....	10
11.2	<i>Svagheter</i> .....	10
11.3	<i>Möjligheter</i> .....	10
11.4	<i>Hot</i> .....	11
12	REDOVISNINGSANALYS .....	11
12.1	<i>Redovisningsprinciper</i> .....	11
12.2	<i>Noter</i> .....	11
13	FINANSIELL ANALYS .....	11
14	ANTAGANDEN .....	13
15	ANALYS AV PROFORMA .....	15
16	SLUTSATSER STATOIL UTIFRÅN FUNDAMENTAL ANALYS .....	18

# 1 Företagets historik och nuvarande verksamhet

Statoil ASA verkar inom olik affärsområden på olje- och gasmarknaden. De prospekterar efter, producerar och säljer olja och naturgas, raffinerade produkter, infrastrukturella lösningar för transport av olja och gas, tekniska innovationer för utvinning av olja och gas, samt tillhandahåller servicestationer (bensinstationer). Statoil startade sin verksamhet på hemmamarknaden i Norge. Idag har de blivit en global aktör och finns representerade i 33 länder. Prospekteringen och produktionen av produkterna görs i 15 av dessa länder. I de övriga länder t.ex. i de skandinaviska och baltiska länderna har de cirka 2 000 serviceställen. Statoilkoncernen är världens tredje största nettoexportör av råolja och Europas största oljeproducent. Under 2005 ökade de sin produktion utanför Norge med 60 procent. Nettoomsättningen utgörs dock fortfarande av 83 procent från produktionen i Norge.

Resultatet har utvecklats positivt sedan Statoil introducerades på Oslo- och New Yorkbörsen 2001. År 2005 hade Statoil en omsättning på 393 Miljarder norska kronor (3 668 MdSEK). Vilket är en hundraprocentig ökning i jämförelse med året innan. De tre första kvartalen under 2006 ökade resultatet med 6,2 Miljarder NOK i jämförelse med de tre första kvartalen 2005. Det beror till stor del på det ökade oljepriset med 13 procent och det ökade gaspriset med 33 procent.

Statoil grundades av den Norska staten 1972 för att verka inom den nya marknaden som öppnades efter ett stort norskt oljefynd tre år tidigare. Under sjuttioalet byggdes verksamheten Statoil upp på hemmamarknaden. Under åttiotalet expanderade Statoil till att bli en ledande aktör för naturgasleverantör på den europeiska marknaden. De förvärvade Essos servicestationer, raffinaderier och petrokemiska industrier i Sverige och Danmark. Under nittiotalet utvecklades verksamheten dels genom nya innovationer genom t.ex. nya lösningar för undervattensexploatering, dels internationellt i allians med BP. Statoils övergripande strategi är att fortsätta att internationaliseras med hänsyn till hälsa, säkerhet och miljö.

Statoil producerar en miljon fat oljeekvivalenter (mmboe) per dag. De uppskattade oljereserverna uppgår till 1 761 miljoner fat oljeekvivalenter (mmboe). Gasreserverna 2005 uppskattas till 2 534 fat oljeekvivalenter (mmboe).

## 2 Styrelse, ledningsgrupp och organisation

### 2.1 Ledning

Ledningen ska leverera resultat enligt uppsatta ekonomiska mål, genomföra förändringar, utveckla och inspirera medarbetare. Detta ska göras enligt de värderingar som Statoil har.

#### Ledningsgruppens sammansättning

Helge Lund	Koncernchef & Ordförande	2004
Terje Overvik	Vd Exploration & Production Norge	2002
Peter Mellbye	Vd Exploration & Production Internationellt	1992
Rune Björnson	Vd Naturgas	2004
Jon Arnt Jacobsen	Vd Manufacturing & Marketing	2004
Margareth Övrum	Vd Technology & projects	2004
Nina Udnes Tronstadt	Vd Hälsa, säkerhet & miljö	2005
Eldar Saetre	Finanschef	2003
Reidar Gjaerum	Vd Corporate Communication	2005

### 2.2 Styrelse

Styrelsen är ansvarig för att verksamheten är organiserat på ett effektivt sätt. De ska även sätta upp finansiella mål och ta beslut om Statoils planering och budget. Den är även ansvarig för Statoils kvartalsrapportering och utdelningspolicy. Statoils styrelse ska verka efter verksamhetens bolagsordning som reglerar förhållandet mellan ägarna, styrelsen och ledningen. Bolagsordningen är baserad på amerikansk och norsk lag och riktlinjer. Utgångspunkten i styrningen är öppenhet och lika behandling.

Styrelsen ska bestå av minst fem och högst elva ledamöter. Idag utgörs styrelsen utav tio stycken medlemmar, se nedan, vilka alla ska vara ekonomiskt oberoende av Statoils framgång. Medlemmarna verkar i det norska näringslivet och de har en gedigen bakgrund och erfarenhet från olika verksamheter.

Eftersom företaget ser en internationell satsning som en av de viktigaste strategierna borde styrelsen bestå av fler nationaliteter med kunskap om andra geografiska marknader. I ett framtidsperspektiv borde styrelsen även kompletteras med en erfarenhet inom förnyelsebar energi för att hitta nya marknader.

<u>Styrelsesammansättning</u>	<u>Post</u>	<u>Invald</u>
Jannick Lindbäck	Ordförande	2006 (omval)
Lilli-Heidi Bakkerud	Ledamot	2006 (omval)
Morten Svaan	Ledamot	2006 (omval)
Kaci Kullman Five	Ledamot	2006 (omval)
Ingrid Wiik	Ledamot	2006 (omval)
Finn A Hvistendahl	Ledamot	2006 (omval)
Knut ÅM	Ledamot	2006 (omval)
Grace R Skaugen	Ledamot	2006 (omval)
Claus Clausen	Ledamot	2006
Marit Arnstad	Ledamot	2006

## 2.3 Personalpolitik

Statoil hade per den 31 december 2005 25 644 anställda, varav 49 procent verkade utanför Norge. På huvudkontoret är 27,5 procent av de anställda kvinnor. Koncernen har som ambition att öka andelen kvinnor, särskilt på ledande positioner, vilket de gör genom ledarskapsprogram för kvinnor. Statoil har en låg personalomsättning 0,65 procent, vilket de vill ha en förändring på. De har därför inrättat ett traineeprogram för att få in ny ung personal. Personalens arbete styrs av dokumentet "Vi på Statoil".

Personalen enligt vad som kan utläsas i den tillgängliga informationen, ses inte som ett av de viktigaste områdena för att lyckas. Olje- och gasbranschen har haft problem de senaste åren med att inte satsa på personalen. Vilket har lett till ett problem utifrån ett kompetensperspektiv. Därför vore det ännu viktigare för Statoil att se detta som ett viktigt instrument för att lyckas. Eventuellt har Norge byggt upp ett kompetent arbetskraftsutbud sedan 70-talet vilket gör att kompetent arbetskraft ses som något självklart och inte behöver beskrivas som en strategi för framgång.

# 3 Faktiska och potentiella produkter samt produktionsprocess

## 3.1 Översikt

Statoils verksamhet kan delas in i fyra huvudområden som erbjuder olika produkter och tjänster:

1. Exploration and Production Norway
2. International Exploration and Production
3. Natural Gas
4. Manufacturing and Marketing.

Uppdelningen är gjord efter verksamhetens natur, geografiska lokalisering och efter det interna ledningssystemet och Statoils uppställda strategier.

### 3.1.1 Exploration and Production Norway

Detta affärsområde ansvarar för exploatering, utveckling och produktion av olja och gas i Norge. Målet för affärsområdet är att producera en miljon fat olja per dag. De ska de göra genom att förbättra utvinningen av existerande fält, finna nya fält och med hänsyn till hälsa, säkerhet och miljö. Förutom produktion och exploatering erbjuder affärsområdet även infrastrukturella lösningar för transporter. Speciellt för gas.

### 3.1.2 International Exploration and Production

Detta affärsområde ansvarar för exploatering, utveckling och produktion av olja och gas utanför Norge. Verksamheten står för 16 procent av Statoils totala olje- och gasproduktion. Statoil tror på lång sikt att en tillväxttakt på mellan 2-4 procent är möjlig. År 2005 hade de produktion i Angola, Azerbadjhan, Algeriet, Angola, Venezuela samt Storbritannien och Irland. De planerar att nå en stabil tillväxt genom att tillvarata den kompetens och teknologi som verksamheten har byggt upp i Norge och exploatera i resursrika regioner.

### 3.1.3 Natural Gas

Affärsområdet Naturgas är ansvarig för transporter, raffinering och marknadsföring av naturgas och flytande gas. Den huvudsakliga marknaden är den Europeiska, men de har även hela den internationella marknaden som ansvarsområde. En annan uppgift de har är att marknadsföra Norges stats naturgasproduktion. Statoil har som mål att fortsätta utveckla detta affärsområde genom öka produktion, investeringar i nya fält och infrastruktur och i att minska riskerna i verksamheten. De planerar att exportera gas från Nordafrika och Kaspiska havet.

### 3.1.4 Manufacturing & Marketing

Statoils tillverknings- och marknadsföringsavdelning har ett huvudansvar för verksamheten när det gäller transporter av olja, raffinering, försäljning av råolja och raffinerade produkter och försäljningsaktiviteter. Statoils servicestationer (bensinstationer) ingår i detta affärsområde. Statoil har som mål att stärka sin position inom detta område. Det ska göras genom att t.ex. förbättra sitt varumärkesarbete. Ett nytt marknadsområde som de ser är marknaden för alternativa icke fossila bränslen.

### 3.1.5 Technology & Projects

Affärsområdet Teknologi och Projekt ansvarar för Statoils teknologiska expertis, forskning och utveckling, planering och bedömning av utvecklingsprojekt. Affärsområdet har som uppgift att hitta tekniska lösningar som gör det möjligt att hitta mer olja och gas eller andra affärsmöjligheter. och därför är de flesta innovationerna inriktade på detta.

### 3.1.6 New energy

Enheten för förnyelsebar energi är en av de enheter som kan erbjuda nya produkter inom en snar framtid. Affärsområdet etablerades 2003 för att ta tillvara de möjligheter som förändringarna på energimarknaden har lett till. Enheten ansvarar för att reducera verksamhetens användning av fossila bränslen, utveckla alternativa energilösningar. För tillfället satsar de bl.a. på vätgas och biogas, men de är osäkra på om de är framtidens lösning för transportmarknaden.

## 4 Investeringar

Mellan 2005 - 2007 har Statoil planerat att genomföra investeringar på 110-115 miljarder norska kronor. Under 2005 investerade bolaget 46 miljarder norska kronor i sin verksamhet. Investeringarna ökade till stor del i USA i jämförelse med 2004. Enligt Statoil kommer de att fortsätta att investera i samma takt för att nå en långsiktig positiv utveckling. Av det totala investerade beloppet 2005 var åtta (8) miljarder sociala investeringar. Det gick till lokala utvecklingsprojekt i länder som t.ex. Angola och Azerbadjhan.

## 5 Faktiska och potentiella marknader

### 5.1 Råolja- och gas

Råolja och naturgas förekommer på alla kontinenter i världen. De största bevisade råoljereserverna finns i Mellanöstern, därefter Ryssland/Kaspien och Afrika. Världens totalt bevisade oljereserver uppgick vid slutet av år 2004 till 1 189 miljarder fat, varav 62 procent finns i Mellanöstern. Vid slutet av 2004 hade Mellanöstern 40 procent av det 179,5 tusen miljarder m<sup>2</sup> bevisade gasreserver i världen.

### 5.2 Produktions- och försäljningssiffror för marknaden

Olja transporteras från producent och konsument primärt med fartyg. Oljepriset för olika kvaliteter är relativt homogent på världsmarknaden. Gas transporteras främst genom pipelines. Priset varierar därför beroende på borrhningens geografiska placering i förhållande till konsumenterna.

Statoil har enligt en oberoende bedömningsfirma uppskattat oljereserverna till 1,777 Miljoner fat och gasreserverna till 14,242 Miljarder kubikmeter.

### 5.2.1 Exploration and Production Norway

Produktionen av olja och gas i Norge uppgick per den 31 december 2005 till 562 000 oljeekvivalenter (boe) per dag och 423 000 fat gas per dag. Det ger en total produktion på 985 000 fat per dag. Följande resultat gjorde detta affärsområde de senaste tre åren:

Nyckeltal i Miljoner NOK	2005	2004	2003
Total avkastning	97 623	74 050	62 494
Bruttoresultat	74 132	51 029	37 855
Investeringar	16 257	16 776	13 136

### 5.2.2 International Exploration and Production

Omsättningen har fördubblats mellan år 2004 och 2005. Produktionen av olja ökade från 115 000 till 184 000. Följande nyckeltal för de tre senaste åren har registrerats för detta affärsområde:

Nyckeltal i Miljoner NOK	2005	2004	2003
Total avkastning	19 563	9 765	6 615
Bruttoresultat	8,364	4,188	1,781
Investeringar	25,295	18,987	8,019

Följande produktion i tusentals oljeekvivalenter (boe) per dag hade respektive fält under 2005:

Land	2005
Girassol + Jasmim, Angola	27.4
Xikomba, Angola	5.0
Kizomba A, Angola	28.1
Kizomba B, Angola	13.7
In Salah (gas), Algeria	40.6
Azeri-Chirag-Gunashli, Azerbajjan	10.5
Azeri (Phase 1&2), Azerbajjan	9.0
Sincor, Venezuela	24.2
LL652, Venezuela	0.8
Lufeng, China	6.8
Alba, UK	9.8
Dunlin, UK	1.5
Merlin, UK	0.05
Schiehallion, UK	3.9

Caledonia, UK	0.4
Jupiter (gas), UK	1.9

### 5.2.3 Natural Gas

Statoil har ungefär 10 procent av den Europeiska marknaden för naturgas. Statoil levererar naturgas till 13 länder. Tyskland, Storbritannien, Irland och Frankrike är de största importörerna. Följande resultat gjorde detta affärsområde de senaste tre åren:

Nyckeltal i Miljoner NOK	2005	2004	2003
Total avkastning	45,823	33,326	25,452
Bruttoresultat	5,901	6,784	6,005
Investeringar	2,542	2,368	860

Affärsområdet förväntas öka sin produktion av naturgas från 2005 års produktion på 25 miljarder kubikmeter naturgas till 50 miljarder kubikmeter naturgas år 2015.

### 5.2.4 Manufacturing & Marketing

#### Råolja

Statoil är en av världens största försäljare av råolja. År 2005 sålde Statoil 2,1 miljoner fat per dag till ett genomsnittligt pris på 54,50 USD per fat.

#### Raffinerade produkter

Statoil raffinerar 16 procent av sina produkter och sålde cirka 15 miljoner ton raffinerade produkter.

#### Energiproduktförsäljning

I Skandinavien innehar Statoil 25 procent av marknaden av exempelvis uppvärmningsolja, jetbränsle och flytande gas.

Nyckeltal i Miljoner NOK	2005	2004	2003
Total avkastning	339,380	267,177	218,642
Bruttoresultat	7,646	3,921	3,555
Investeringar	1,630	4,162	1,546

### 5.2.5 Technology & Projects

Statoil investerar mellan 100-300 Miljoner varje år i olika projekt . Detta affärsområde är rankat som en av världens ledande verksamheter inom produktion av plattformar och fartyg. De är även världens näst största verksamheter för exploatering av olja och gas under havsytan. Kombinationen av att kombinera teknologi och projektverksamhet gör att det är större chans att kommersialisera nya innovationer. Statoil satsar främst på följande områden:

- Miljöteknologi
- Utvinningsteknologi
- Hantering av reserver
- Teknologi för verksamhet under havsytan
- Gasteknologi

## 6 Branschanalys

Oljebranschen påverkas till stor del av OPEC (Organization of Petroleum Exporting Countries). Det är en internationell organisation som består av princip alla oljeproducerande länder i Mellanöstern och Nordafrika. Organisationen anses ha mycket makt över världsmarknadspriset på råolja. OPEC-ländernas nuvarande produktion utgör cirka 40 procent av världsproduktionen. De bestämmer t.ex. hur mycket olja som medlemmarna ska producera under ett år, vilket påverkar priset på olja.

### 6.1 Graden av konkurrens bland existerande företag

På marknaden för olja och naturgas är konkurrensen stenhård eftersom det råder begränsade tillgångar på naturresurserna som ska delas på ett flertal aktörer på marknaden. Det finns även en stor likviditet på marknaden som gör att det för befintliga aktörer är svårt att kunna köpa nya fyndigheter. Konkurrensen mellan företagen innebär dock ingen dumpning av priserna eftersom det råder så pass stor efterfrågan på olja och gas.

### 6.2 Hot från nya aktörer

Risken för konkurrens från nyetablerade olje- och gasföretag är emellertid minimal eftersom det krävs stora kapitalresurser, kunskap och erfarenheter för att kunna etablera sig på marknaden.

### 6.3 Substitut

Ett flertal substitut till olja- och gas finns, både fossila och förnyelsebara bränslen. Exempel på detta är etanol, bränsleceller, kol, biodisel och kärnkraft. Dock är det länge till samhället kommer att kunna ställa om sig och göra sig av med sitt olje- och gasberoende. Efterfrågan på olja och gas ökar i takt med att världsekonomin ökar, speciellt i utvecklingsländerna.

### 6.4 Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka

Eftersom det råder en begränsad tillgång på olje- och gastillgångar har säljarna en stark förhandlingsstyrka i jämförelse med köparnas. Efterfrågan på olja är cirka 50 gånger större än vad som idag produceras och därmed kan säljarna ta ut ett högt pris på olja. Världen konsumerar två fat olja för varje nytt fat som upptäcks.

I ett längre perspektiv går åsikterna isär om hur det kommer att se ut. Oljan kan bli billigare under de närmaste åren, till följd av pågående investeringar och bättre teknik. Men längre fram kan marknaden vänta sig en tilltagande bristsituation som på nytt driver upp oljepriset. För Marian Radetzki, som tidigare svarade för forskningsorganet SNS Energy, gäller det i stället främst att förstå marknadens dynamik. När priset på olja stiger, så blir det mer lönsamt att investera i oljesektorn och att utnyttja fyndigheter även till höga kostnader. Därför menar han att det inte finns någon borte gräns, utan att oljan kommer att förslå under all överskådlig tid och oljan kommer att bli billigare. Aleklett förutspår en tilltagande brist på olja som efter hand måste driva upp priset ytterligare.

I tidningen Financial Times beskrev nyligen den brittiske ekonomen George Magnus, rådgivare vid UBS Investment Bank, hur han ser det nuvarande höga oljepriset som förebud om en kommande bristsituation. I förlängningen väntar då ännu högre oljepriser, som riskerar att driva in världsekonomin i en recession - eller åtminstone en utdragen period av svag tillväxt.

## 7 Konkurrensanalys

Branschen för olja- och gas präglas av en god lönsamhet. Priset på olja och gas är högt och förväntas att inneha ett högt pris. Statoil strävar efter att kunna konkurrera med de bästa internationella och nationella aktörerna inom prioriterade områden. Det ska de göra genom ett ansvar för säkerhet, hälsa och miljö och att:

- upprätthålla en produktion på en miljon fat olja per dag från Norges verksamhet
- få en årlig långsiktig tillväxt på 2-4 procent
- dubblera gasförsäljningen till 50 miljarder kubikmeter per år
- öka värdet i tillverknings- och marknadsföringskedet
- ha en förstklassig expertis och teknologi.

Statoil verkar inom så pass många områden och är en av de ledande aktörer inom alla dessa. De har lyckats uppnå denna position gentemot sina konkurrenter genom att ha en kompetent och effektiv personal och en energieffektiv infrastruktur. Statoils övergripande strategi för framtiden är att internationaliseras genom ansvar för hälsa, säkerhet och miljö. Det kommer att ställa krav på personalens förmåga att anpassa sig till nya kulturer och även att snabbt nyanställda och integrera dessa i verksamheten. De försöker därför att bygga en gemensam värderingsplattform för hela verksamheten.

Jag anser att denna strategi är helt korrekt men jag är tveksam om Statoil är rätt utrustade för detta. De ska använda samma medel för att expandera internationellt som de har använt för att på Statoils hemmamarknad. Jag är tveksam om de kan använda samma kompetens och erfarenhet enbart. För att lyckas måste de kunna förlita sig på lokal kompetens i kombination med den tekniska kompetens som redan finns i koncernen.

## 8 Strategi för hållbar utveckling

### 8.1 Översikt

År 2006 är Statoil rankad som etta bland olje- och gasföretag på Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World). Det är tredje året i rad. Det är enbart 11 av alla 81 registrerade olje- och gasbolag som har kvalificerat sig att komma med på den listan. Företagets arbete med hållbar utveckling utgår från tanken om transparens, mänskliga rättigheter, goda arbetsvillkor och en positiv utveckling av det lokala samhälle som Statoil verkar i.

Statoil delar in sitt arbete för hållbar utveckling i fem olika områden. Dessa är:

- Säkerhet
- Klimat
- Gruppen och de anställda
- Affäretik
- De anställdas hälsa

Statoil har som mål att bli ledande inom forskning för att förstå och att lösa miljömässiga utmaningar när det gäller olje- och gasutvinning norr om polcirkeln. Statoil utgår från att hela deras verksamhet påverkar miljön. De ser därför deras forskning som den centrala lösningen för att minska Statoils påverkan. De verkar därför för att t.ex. öka kunskapen om deras påverkan på miljön, utveckla metoder för att minska riskerna, utveckla förnyelsebar energi och de försöker att koldioxidneutralisera verksamheten. De har totalt patenterat 391 innovationer per den sista december 2005, och de har ansökt om 35 nya patent inom detta område.

## 9 Lagar och förordningar

Statoil finns representerade i flera länder över hela världen. Det innebär att företaget omfattas av olika nationella lagar men även lokala avvikelser specifika för området. Det medför att det är omöjligt för Statoil att ha en gemensam strategi för projektering och produktion av olja och gas. Varje land och område kräver sin specifika lösning.

En uppfattning bland de flesta av alla världens länder är att samhället måste förändra sitt beroende av fossila bränslen. Detta kommer i ett längre perspektiv innebära att nya lagar och förordningar tas fram för att gynna icke fossila lösningar. Detta kommer att påverka Statoils verksamhet.

## 10 Samhällsekonomisk utveckling och miljö

Efterfrågan på olja och gas ökar allt mer ju mer världsekonomin växer, särskilt i utvecklingsländerna. Olje- och gasförbrukningen fortsätter att stiga i världen och främst stiger den i Kina och Indien som mellan 1993 och 2003 har ökat sin förbrukning med 97 procent. Den kinesiska oljeimporten ökade med 30 procent från 2003 till 2004 och bedöms öka med 30 procent de kommande tre åren. Enligt två rapporter från FOI, Totalförsvarets Forskningsinstitut är Kinas snabbt ökande oljeimport en av förklaringarna till att oljepriserna åter stiger. Energikonsumtionen i Kina väntas bli fördubblad till 2025. Gasmarknaden har en liknande som oljemarknaden. Gaspriserna fortsätter att höjas. Det genomsnittliga gaspriset ökade från 1,25 NOK år 2004 till 1,40 år 2005.

Exempel på hur världsekonomin påverkar oljebranschen är följande. Fram tills terrorattacken i USA den 11 september låg priset på råolja omkring 22-28 usd per fat, en nivå som OPEC är nöjd med. Efter terrorattacken steg först priserna för att senare sjunka ned till cirka 17 usd per fat som lägst under november 2001. Orsaken till prisfallen var främst ett pessimistiskt framtidsscenario för den globala ekonomiska utvecklingen, främst i USA. För att undvika ett liknande oljeprisfall som skett under 1998-1999 beslutade därför OPEC att tillsammans med icke-OPEC länder som Ryssland, Norge och Mexico, att gemensamt dra ner produktionen av råolja för att få upp råoljepriserna. Detta visar även hur politiska oroligheter påverkar oljepriset. Analytiker brukar ange en "terroristpremie" på cirka tio dollar som i dag finns inbyggd i oljepriset.

En del forskare anser att världens oljereserver är realistiskt uppskrivna. Det beror på att under 1980-talet uppgav plötsligt många oljestater betydligt högre oljereserver än tidigare. Enligt Kjell Aleklett har det att göra med ett nytt kvotssystem för oljeproduktionen som Opec då införde. Varje land fick en kvot i förhållande till de oljereserver de uppgav sig ha. Det här är enligt honom ett exempel på politisk oljeagenda som anpassas till de krav som ställs. Kuwait t.ex. ökade sina oljereserver från 64 till 90 miljarder fat. Venezuela ökade från 25 till 65 miljarder fat vilket då också inkluderar tunga oljor som tidigare inte ansetts bör ingå i reserverna. Saudiarabien ökade från 170 till 260 miljarder fat. Oljetillgången i Mellersta Östern uppges i dag röra sig om 700 miljarder fat. Men Kjell Aleklett anser att man bara kan vara säker på 500 miljarder fat. Enligt en amerikansk studie kan toppen nås någon gång före 2008. Men andra oljeexperter menar att det dröjer länge än. Tommy Nordin, vd för Svenska Petroleuminstitutet anser att det finns väldigt stora områden som inte är undersökta i bland annat Saudiarabien, Irak och östra Ryssland som kontrolleras av statsägda bolag. De stora internationella oljebolagen har ännu inte fått tillgång till dem, säger. Francis G Harper, geolog och chef på British Petroleum med ansvar för frågor kring oljetillgångarna, tror inte att oljetoppen kommer före år 2020. Men han medger att även om nya oljefynd görs så är det långt ifrån säkert att det är lönsamt att ta upp oljan. Det senaste decenniet har nya fyndigheter bara ersatt halva oljeproduktionen, samtidigt som det sker en mycket kraftig ökning av oljeberoendet i länder som Kina och Indien. Av 1 500 upptäckter är det bara cirka 20 som har lett till ekonomisk produktion. Det största oljefyndet de senaste tio åren på tio miljarder fat gjordes i Kazakstan. Det motsvarar bara fyra månaders världsförbrukning.

För att pressa ut mesta möjliga ur oljekällorna utvecklas nu allt mer teknik för att öka utvinningen. Med förbättrad utvinning kan man få ett tillskott i de gamla fälten av samma storleksordning som i nya fält, säger Sven-Erik Zachrisson, chef för Svenska Petroleum Exploration. Kjell Aleklett menar att det innebär att oljetillgångarna töms snabbare. Världens regeringar bör agera nu för att verkligen minska oljeberoendet.

## 11 SWOT-analys

### 11.1 Styrkor

- Högt teknologiskt kunnande
- Innovativa
- Bra finanser
- Effektiv/ produktiv personal.
- Tar ett stort samhällsansvar. Det medför goda relationer i värdländerna.
- Realiserar de flesta projekteringarna till produktion.
- Har redan investerat i den nya marknaden för förnyelsebar energi
- Energieffektiva.
- Verkar för att minimera verksamhetens miljörisker.
- Stabil ägare genom norska staten.

### 11.2 Svagheter

- Beroende av Norges egna exploatering, produktion och kompetens.
- En del av investeringarna sker i politiskt instabila länder.
- Ingen internationell expertis i styrelsen.
- Internationaliseringen sker med norsk kompetens och inte med lokal kompetens.

### 11.3 Möjligheter

- Stor efterfrågan på råolja och gas.
- Stort rådande och kommande behov av alternativa icke-fossila bränslen.
- Fortsatt högt pris på råolja.

## 11.4 Hot

- Politiska oroligheter i värdländerna.
- På längre sikt kommer peak-oil att nås, eller har redan nått enligt vissa.

Jag tror att följande faktorer avgör Statoils framtid; förmågan att öka reserverna och produktionen internationellt. För att det ska vara möjligt måste företaget fortsätta att vara innovativa, lyckas med ett socialt ansvarstagande och omtanke om miljön, fortsatt högt olje- och gaspris samt en god personalpolitik.

# 12 Redovisningsanalys

Det höga oljepriset har under de senaste åren resulterat i förändringar i värderingen av olje- och gastillgångar. Ett exempel på detta är att branschen och den finansiella marknaden sätter betydande värden på prospekteringsstillgångar och betingade resurser (olje- och gasfyndigheter som ännu inte har kommersialiserats).

## 12.1 Redovisningsprinciper

Statoilkoncernen använder sig av amerikanska redovisningsprinciper (USGAAP) och norska redovisningsprinciper (NGAAP). Konsolideringen innefattar Statoil ASA och alla dotterbolag som är mer än 50 procent direkt eller indirekt ägda. Bolag som är ägda mellan 20-25 procent värderas genom "equity method". Övrigt ägande konsolideras genom "pro rata". Redovisningen är uppdelad på affärsområde men även totalt.

## 12.2 Noter

### 12.2.1 Valutadifferenser

Koncernredovisningen för Statoil redovisas i norska kronor. De utländska bolagens redovisningar baseras på den valuta som verksamheten använder. I de flesta fall är den lokala valutan som gäller med undantag för vissa bolag som använder amerikanska dollar. Varje bolags balansräkning omräknas därefter enligt dagskursmetoden per den sista december. För omräkningen av resultaträkningarna använder Statoil den genomsnittliga växlingskursen under ett år.

Oavsett vilken metod som används för att beräkna om en valuta till norska kronor innebär en effekt på skuldernas och tillgångarnas värdering. Många av Statoils ägda bolag är verksamma i länder med hög inflation, vilket kan leda till stora förändringar i värderingen mellan två år.

### 12.2.2 Olje- och gasbokföring

Statoil använder sig av en värderingsmetod för att bokföra olje- och gastillgångar som de kallar för "Successful efforts". Det innebär att olje- och gasreserverna är värderade som en tillgång tills de är ansedda värda något. Utgifterna bokförs inte som en kostnad förrän en exploatering är bevisad som en reserv eller att den inte är en reserv. När de bokförs som en utgift skrivs de av efter nyttjandetiden. Om reserverna inte är värda något så direktavskrivs de över resultatet. Det är svårt att dra en slutsats om värderingen på de möjliga reserverna för olja och gas då fördelarna och nackdelarna att tar ut varandra. Att värdera alla resurser och reserver är svårt då det inte går att förutse om det kommer att leda till en färdig produkt.

### 12.2.2.1 Skatter

Statoilkoncernens resultat redovisas med norsk bolagsskatt (28 procent). Hur de har tagit hänsyn till varje bolags olika skattesats är oklart. Min uppfattning är att summeringen av skattekostnaden för varje bolag är beräknad på respektive lands skattesats och valuta. Därefter sker beräkningen till norska kronor. Skattesatserna skiljer sig mellan länderna, i Sverige t.ex. är bolagsskatten 28 procent medan Venezuela har en skattesats på 34 procent.

# 13 Finansiell analys

Den finansiella analysen baseras på egna beräkningar framtaget med hjälp av data hämtat från årsredovisningen 2005 och kvartalsrapport 3, 2006. Kvartalrapporten redovisas enbart enligt USGAAP och därför används USGAAPs siffror från årsredovisningen 2005.

### **13.1.1 Soliditet**

För att få fram soliditeten har jag tagit summa eget kapital dividerat med summa tillgångar. Sedan 2002 har Statoil ökat soliditeten från 26 procent till 36 procent. Soliditeten för sysselsatt kapital är 61 procent och fås genom att dividera det egna kapitalet med summa tillgångar minus kortfristiga skulder. Även den har ökat. Per den siste december 2005 var den 37 procent. Båda soliditetsmått har ökat under 2006. Per den siste september var den 36 respektive 47 procent.

Soliditeten anger företagets finansiella styrka och är ett mått på företagets långsiktiga överlevnadsförmåga. Ett vanligt riktmärke är att soliditeten ska vara mellan 30 och 40 procent. Statoil tar stora risker och satsar offensivt på investeringar och behöver en högre soliditet än rekommenderat. Deras soliditet bedöms vara god.

### **13.1.2 Räntabilitet på totalt kapital**

Är ett mått på Statoils lönsamhet. Måttet anger avkastningen på ägarnas satsade kapital, dvs. hur väl företagets investeringsstrategi har utfallit oavsett hur verksamheten har finansierats. Räntabiliteten på totalt kapital fås genom att dividera resultatet efter finansiella poster och räntekostnader med det genomsnittliga totala kapitalet (IB totalt kapital + UB totalt kapital/2). Per den sista september 2006 hade Statoil en räntabilitet på det totala kapitalet på 13 procent, vilket inte kan tolkas som ett bra resultat.

### **13.1.3 Räntabilitet på eget kapital**

Räntabiliteten på eget kapital är även det ett mått på lönsamhet och definieras som ovan, med undantag av att det är även företagets finansieringsstrategi som utvärderas. Skillnaden märks i täljaren. Det är det genomsnittliga egna kapitalet som beräknas. För det egna kapitalet har Statoil en räntabilitet på 32 procent, vilket är bra.

### **13.1.4 Kassalikviditeten**

Summa omsättningstillgångar minus varulager dividerat på summa kortfristiga skulder ger företagets likviditet och speglar förmågan att betala sina kortfristiga skulder. Den bör vara minst 100 procent för att klara av alla kortfristiga skulder. Statoil har en likviditet på 101 procent, vilket är lågt.

### **13.1.5 Vinstmarginal**

Vinstmarginalen visar hur mycket företaget får i vinst för varje omsättningskrona. Den beräknas genom att resultatet före finansiella poster plus finansiella intäkter divideras med omsättningen. Fram till den siste september 2006 hade Statoil en vinstmarginal på 29 procent.

### **13.1.6 Rönteteckningsgrad**

Detta mått visar hur många gånger företagets resultat kan betala räntorna på de långfristiga lånen. Graden beräknas genom att dividera resultatet före finansiella poster plus finansiella kostnader med de finansiella kostnaderna. Rönteteckningsgraden bör överstiga 3,5 och Statoil uppnår en täckningsgrad på 15,11 per den siste september 2006.

## 14 Antaganden

Antagandena är baserade på den strategiska analysen, redovisningsanalysen, den finansiella analysen samt uppgifter i årsredovisningen 2005 och kvartalsrapport 3 år 2006.

- **Bankräntan i procent 6 %** – på de kortfristiga skulderna har bolaget en genomsnittlig ränta på fyra (4) procent. På de långsiktiga skulderna har de en genomsnittlig ränta på 4,86 procent. Dessa uppgifter är hämtade från årsredovisningen 2005. Jag antar dock att räntan kommer att successivt höjas. Därför har jag satt en genomsnittlig ränta på 6 procent efter år 2.
- **Soliditet SYSS 54 %** - för att få fram soliditetsmålet har jag tagit soliditeten på sysselsatt kapital mellan åren 2004-2006 och räknat ut genomsnittet. Beräkningen görs genom att först beräkna summan för sysselsatt kapital. Det gör jag genom att subtrahera ej räntebärande skulder från summa totala tillgångar. Summan för Eget kapital divideras därefter med sysselsatt kapital.
- **Evig tillväxt efter prognosperioden 3 %** - Statoil har själva antagit att tillväxten kommer att vara 2-4 procent från år 2007. Fram till dess är den 8 procent.
- **Tillväxttakt för nettoomsättningen 15 %** - Sedan 2001 har Statoil haft en genomsnittlig omsättningsökning på 15 procent. Jag antar att de kommer att ha en liknande utveckling de närmaste åren.
- **Rörelsens kostnader 13 %** - I jämförelse med omsättningsökningen har inte rörelsekostnaderna ökat med samma genomsnittliga takt sedan 2001.
- **Avskrivningar 8 %** - Statoil har olika avskrivningssatser. Den ligger mellan 3-33 år. Jag har utifrån avskrivningstakterna år 2001-2005 beräknat fram en genomsnittlig procentuell avskrivningstakt.
- **Investeringar år 1: 43 MdNOK** - Mellan 2005 - 2007 har Statoil planerat att genomföra investeringar på 110-115 miljarder norska kronor. Under 2005 investerade bolaget 46 miljarder norska kronor i sin verksamhet, de tre första kvartalen 2006 investerades drygt 23 MdNOK. Det återstår alltså cirka 43 MNOK till investeringar år 1.
- **Investeringstillväxt 14 %** - för att Statoil ska kunna internationalisera sin verksamhet anser de själva att de kommer att fortsätta att investera i samma takt som under 2005-2007. Den genomsnittliga investeringssumman för de tre åren motsvaras av cirka 14 procent av de totala materiella anläggningstillgångarna för år 0
- **Oblighetsränta (riskfri ränta) 3 %** – Hämtad från årsredovisningen 2005
- **Generell riskpremie 5,5 %**– Hämtad från årsredovisningen 2005
- **Betavärde för aktien 1 %**– Hämtad från årsredovisningen 2005
- **Diskonteringsränta 8,5 %** – Hämtad från årsredovisningen 2005
- **Inlåningsränta 5,3%** – den genomsnittliga räntan i procent, utifrån ränteintäkter dividerat med kassa/bank.
- **Skattesats 69 %** – Statoil verkar i länder där bolagsskatten är extremt hög blir den effektiva skatten väldigt hög. Skattesatsen har de senaste fem åren varierat från 63 procent till 78 procent. Jag har antagit skattesatsen för år noll (0) som skattesats i prognosen. De förklarar den höga skatten med de höga skatter som finns i vissa av de länder de verkar i och den höga skatt som föreligger produktion av olja och gas.
- **Operativt kassabehov 5 %** – generellt behövs 3 procent av omsättningen i kassabehov för att klara att driva verksamheten. Statoil satsar offensivt med stora investeringar och stora risker och kräver därför en större kassa än 3 procent.
- **Rörelsekapital ökar med 10 % per år** – Omsättningen enligt antagandet ovan har ökat med 15 procent per år. Jag tror inte att kostnaden för rörelsekapital ökar i samma takt. Därför har jag antagit en lägre ökad kostnad på rörelsekapital.
- **Amorteringar 10 % per år** – uppgiften är hämtad ifrån årsredovisningen

## 15 Analys av proforma

<b>Resultaträkning</b>	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	
Nettoomsättning		429 268	493 658	567 707	652 863	750 792	773 316
Rörelsens kostnader		-285 794	-322 948	-364 931	-412 372	-465 980	-526 558
Avskrivningar		-24 852	-26 840	-28 987	-31 306	-33 810	-36 515
<b>Rörelseresultat</b>		<b>118 622</b>	<b>143 871</b>	<b>173 789</b>	<b>209 185</b>	<b>251 002</b>	<b>210 243</b>
Finansiellaintäkter		4 417	972	1 327	1 526	1 755	1 905
Finansiellakostnader		-7 362	-7 960	-7 934	-8 475	-12 174	-13 163
<b>Resultat före skatt</b>		<b>115 677</b>	<b>136 883</b>	<b>167 182</b>	<b>202 236</b>	<b>240 583</b>	<b>198 986</b>
Skatt		-80 360	-94 449	-115 356	-139 543	-166 002	-137 300
<b>Nettoresultat</b>		<b>35 317</b>	<b>42 434</b>	<b>51 827</b>	<b>62 693</b>	<b>74 581</b>	<b>61 686</b>

<b>Balansräkning</b>	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>		<b>331 954</b>	<b>348 114</b>	<b>368 147</b>	<b>392 724</b>	<b>422 620</b>	<b>458 730</b>
Överlikviditet		-	-	-	-	-	-
Varulager		11 687	12 856	14 141	15 555	17 111	18 822
Kundfordringar		41 299	45 429	49 972	54 969	60 466	66 512
Övriga kortfristiga fordringar		27 006	29 707	32 677	35 945	39 539	43 493
Övriga omsättningstillgångar		17 917	19 709	21 680	23 848	26 232	28 856
Likvida medel		14 210	24 683	28 385	32 643	37 540	38 666
<b>Summa omsättningstillgångar</b>		<b>112 119</b>	<b>132 383</b>	<b>146 855</b>	<b>162 960</b>	<b>180 888</b>	<b>196 349</b>
<b>S:a Tillgångar</b>		<b>444 073</b>	<b>480 497</b>	<b>515 002</b>	<b>555 684</b>	<b>603 508</b>	<b>655 079</b>
Ingående eget kapital		126 734	158 157	161 509	166 134	172 947	205 854
Årets resultat		35 317	42 434	51 827	62 693	74 581	61 686
<b>S:a Eget kapital</b>		<b>162 051</b>	<b>200 591</b>	<b>213 336</b>	<b>228 827</b>	<b>247 528</b>	<b>267 540</b>
Lån		110 133	99 120	89 208	80 287	72 258	65 032
Finansieringsbehov		72 768	71 754	92 523	114 640	138 599	162 872
Ej räntebärande skulder		99 121	109 033	119 936	131 930	145 123	159 635
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>		<b>444 073</b>	<b>480 497</b>	<b>515 002</b>	<b>555 684</b>	<b>603 508</b>	<b>655 079</b>

<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>344 952</b>	<b>371 464</b>	<b>395 066</b>	<b>423 754</b>	<b>458 385</b>	<b>495 444</b>
Utdelning	3 894	39 081	47 202	55 880	41 674	267 540

<b>Nyckeltal</b>						
<i>Soliditet</i>	36%	42%	41%	41%	41%	41%
<i>Soliditet syss</i>	47%	54%	54%	54%	54%	54%
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>	36%	54%	58%	66%	73%	56%
<i>Räntetäckningsgrad</i>	15,11	17,07	20,91	23,68	19,62	14,97
<i>Räntabilitet på totalt kapital</i>	10%	30%	34%	38%	42%	32%
<i>Kassalikviditet</i>	101%	121%	122%	124%	125%	123%
<i>Vinstmarginal</i>	29%	9%	9%	10%	10%	8%

<b>Kassaflödesanalys</b>	<b>ÅR 1</b>	<b>ÅR 2</b>	<b>ÅR 3</b>	<b>ÅR 4</b>	<b>ÅR 5</b>
Redovisat Resultat (Nettoresultat)	42 434	51 827	62 693	74 581	61 686
+Avskrivningar	26 840	28 987	31 306	33 810	36 515
+ <i>Räntekostnad efter skatt</i>	5 731	5 712	6 102	8 765	9 477
-/+Kundfordringar	-4 130	-4 543	-4 997	-5 497	-6 047
-/+Lager	-1 169	-1 286	-1 414	-1 556	-1 711
-/+Kortfristiga skulder	104 616	118 964	130 603	143 597	157 881
-/+Likvida medel	-10 473	-3 702	-4 258	-4 896	-1 126
<b>A Kassaflöde från rörelsen</b>	<b>163 849</b>	<b>195 959</b>	<b>220 035</b>	<b>248 805</b>	<b>256 675</b>
- Investeringsverksamhet	-43 000	-49 020	-55 883	-63 706	-72 625
<b>B Fritt Kassaflöde till företaget FKFF</b>	<b>120 849</b>	<b>146 939</b>	<b>164 152</b>	<b>185 098</b>	<b>184 050</b>

**Beräkningar**

CAPM= $r_e=r_f+(R_m-r_f)*\text{Beta}$	$R_e=0,03+(0,055*1,0)$		
MRP=( $R_m-r_f$ )		CAPM =	<b>0,085</b>
WACC <sub>syss</sub>			
E=54%	$0,54*0,085$		<b>0,046</b>
S = 46%	$0,46*(0,06*0,72)$		<b>0,020</b>
T=100%		WACC syss =	<b>0,066</b>

**Indirekt C-f värdering**

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Terminlavärde	
FKFF WACC 6,6%	120 849	146 939	164 152	185 098	184 050	189 571	
	0,9383	0,8804	0,8261	0,7751	0,7272	0,0358	
	<b>113 391</b>	<b>129 362</b>	<b>135 598</b>	<b>143 465</b>	<b>133 849</b>		= 5 299 430
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>655 665</b>						x 0,7272
							= <b>3 853 964</b>
Prognosperiod	655 665						
Terminalvärde	3 853 964						
Överlikviditet	-						
<b>Summa Företagsvärde</b>	<b>4 509 629</b>						
-Lån	110 133						
<b>Summa Aktievärde</b>	<b>4 399 496</b>						
Antal aktier	21 896						
<b>Pris per aktier</b>	<b>201</b>						

## **16 Slutsatser Statoil utifrån Fundamental analys**

*Slutsatserna presenteras i uppsatsens följande avsnitt "Resultat Företagsvärdering" och "Analys och tolkning" samt "Slutsatser".*

# **Bilaga 5**

## Värdering Statoil ASA utifrån SRI

# Innehållsförteckning

1	FÖRETAGETS HISTORIK OCH NUVARANDE VERKSAMHET .....	3
2	- TRENDER OCH RISKER UTIFRÅN ETT SOCIALT- EKONOMISKT- OCH ETT MILJÖPERSPEKTIV .....	3
2.1	<i>Miljöförändringar</i> .....	3
2.2	<i>Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter</i> .....	4
2.3	<i>Ökat krav på transparens hos företagen</i> .....	5
3	DRIVKRAFTER I OLJE- OCH GASBRANSCHEN .....	5
3.1	2.1.2 <i>Direkta drivkrafter för efterfrågan</i> .....	5
3.2	<i>Förändring av oljepriset</i> .....	6
4	HÅLLBAR FÖRETAGSANALYS .....	6
4.1	<i>Styrelse, ledningsgrupp och organisation</i> .....	6
4.2	<i>Styrelse</i> .....	6
4.3	<i>Uppförandekod, bolagsstyrning, företagsledningens agerande och risk- och krishantering</i> .....	7
4.4	<i>Personalpolitik</i> .....	7
5	FAKTISKA OCH POTENTIELLA PRODUKTER SAMT PRODUKTIONSPROCESS .....	8
5.1	<i>Översikt</i> .....	8
6	INVESTERINGAR .....	9
7	FAKTISKA OCH POTENTIELLA MARKNADER .....	9
7.1	<i>Råolja- och gas</i> .....	9
7.2	<i>Produktions- och försäljningssiffror för marknaden</i> .....	9
8	BRANSCHANALYS .....	11
8.1	<i>Graden av konkurrens bland existerande företag</i> .....	11
8.2	<i>Hot från nya aktörer</i> .....	11
8.3	<i>Substitut</i> .....	11
8.4	<i>Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka</i> .....	12
9	KONKURRENSANALYS .....	12
10	STRATEGI FÖR HÅLLBAR UTVECKLING .....	13
10.1	<i>Översikt</i> .....	13
10.2	<i>Miljö- och klimatstrategi</i> .....	13
10.3	<i>Corporate Social Responsibility</i> .....	14
11	LAGAR OCH FÖRORDNINGAR .....	14
12	HUR LYCKAS STATOIL MÖTA DE RISKER OCH TRENDER SOM IDENTIFIERATS I OMVÄRLDS-ANALYSEN? .....	14
13	SWOT-ANALYS .....	15
13.1	<i>Styrkor</i> .....	15
13.2	<i>Svagheter</i> .....	16
13.3	<i>Möjligheter</i> .....	16
13.4	<i>Hot</i> .....	16
14	REDOVISNINGSANALYS .....	16
14.1	<i>Redovisningsprinciper</i> .....	16
14.2	<i>Noter</i> .....	16
15	FINANSIELL ANALYS .....	17
15.2	<i>Kvantifiering av hållbara kriterier</i> .....	17
16	ANTAGANDEN .....	19
17	ANALYS AV PROFORMA .....	21
18	SLUTSATSER STATOIL UTIFRÅN SRI-ANALYS .....	24

# 1 Företagets historik och nuvarande verksamhet

Statoil ASA verkar inom olika affärsområden på energimarknaden. De prospekterar efter, producerar och säljer olja och naturgas, raffinerade produkter, infrastrukturella lösningar för transport av olja och gas, tekniska innovationer för utvinning av olja och gas, samt tillhandahåller servicestationer (bensinstationer). Statoil startade sin verksamhet på hemmamarknaden i Norge. Idag har de blivit en global aktör och finns representerade i 33 länder. Prospekteringen och produktionen av produkterna görs i 15 av dessa länder. I de övriga länder t.ex. i de skandinaviska och baltiska länderna har de cirka 2 000 serviceställen. Statoilkoncernen är världens tredje största nettoexportör av råolja och Europas största oljeproducent. Under 2005 ökade de sin produktion utanför Norge med 60 procent. Nettoomsättningen utgörs dock fortfarande av 83 procent från produktionen i Norge.

Resultatet har utvecklats positivt sedan Statoil introducerades på Oslo- och New Yorkbörsen 2001. År 2005 hade Statoil en omsättning på 393 Miljarder norska kronor (3 668 MdSEK). Vilket är en hundraprocentig ökning i jämförelse med året innan. De tre första kvartalen under 2006 ökade resultatet med 6,2 Miljarder NOK i jämförelse med de tre första kvartalen 2005. Det beror till stor del på det ökade oljepriset med 13 procent och det ökade gaspriset med 33 procent.

Statoil grundades av den Norska staten 1972 för att verka inom den nya marknaden som öppnades efter ett stort norskt oljefynd tre år tidigare. Under sjuttioalet byggdes verksamheten Statoil upp på hemmamarknaden. Under åttiotalet expanderade Statoil till att bli en ledande aktör för naturgasleverantör på den europeiska marknaden. De förvärvade Essos servicestationer, raffinaderier och petrokemiska industrier i Sverige och Danmark. Under nittiotalet utvecklades verksamheten dels genom nya innovationer genom t.ex. nya lösningar för undervattensexploatering, dels internationellt i allians med BP. Statoils övergripande strategi är att fortsätta att internationaliseras med hänsyn till hälsa, säkerhet och miljö. Statoil ägs idag till drygt 70 procent av den norska staten.

Statoil producerar en miljon fat oljeekvivalenter (mmboe) per dag. De uppskattade oljereserverna uppgår till 1 761 miljoner fat oljeekvivalenter (mmboe). Gasreserverna 2005 uppskattas till 2 534 fat oljeekvivalenter (mmboe).

## 2 - Trender och risker utifrån ett socialt-ekonomiskt- och ett miljöperspektiv

Samhället står inför nya utmaningar och risker när det gäller den ekonomiska, sociala och miljömässiga utvecklingen. Tre globala trender kommer att förändra olje- och gasbranschen. Dessa är:

- Miljöförändringar
- Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter
- Ökat krav på transparens för företagen

Dessa trender påverkar redan idag olje- och gasbranschen genom t.ex. nya lagar, riktlinjer och en ökad efterfrågan på alternativ till olja och gas. Det innebär att olje- och gasbranschen står inför ett fundamentalt förändringsbehov. Statoil behöver ha en långsiktig klimat- och miljöstrategi för att möta en långsiktig, stabil efterfrågan på alternativa bränslen. Det är även viktigt att Statoil satsar på att attrahera rätt personal och satsar på befintlig personal för att kunna behålla den. Företagets verksamhet kräver en viss kompetens som kan vara svår att få tag i. Företaget verkar ofta i områden i utvecklingsländer med ett flertal underleverantörer. Det är därför viktigt att Statoil verkar för att regler för mänskliga rättigheter respekteras. Till sist kräver investerare och samhället mer information om hur bolaget sköts och dess effekter på omvärlden.

### 2.1 Miljöförändringar

En förändring av miljön som kommer att påverka alla branscher är klimatförändringen. Det är den ökade koldioxidhalten i atmosfären som anses ha börjat förändra klimatet. Den är idag 30 procent högre än den var för 150 år sedan. Forskare vid FN:s organisation The Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), har mätt att jordens medeltemperatur har stigit med en halv grad de senaste hundra åren, glaciärer har smält och havsytans nivå stigit med tio centimeter. De flesta länderna är idag överens om att det måste ske en drastisk minskning av de ämnen som påverkar

klimatförändringarna. Sveriges regering har satt som mål att utsläppen av växthusgaser ska minska med 30 procent inom EU. Västvärlden står för 80 procent av det totala utsläppet av fossila bränslen. År 2002 överskred västvärlden basnivån för tillåtna utsläpp enligt Kyotoavtalet. Men det totala utsläppet har inte ökat i takt med den ekonomiska BNP-tillväxten, vilket brukar vara fallet. Energikonsumtion minskade trots att den ekonomiska välfärden ökade. I ett flertal länder som t.ex. Ryssland, Kina och Indien, höjs dock levnadsstandarden snabbt och de börjar kräva lika stora ekologiska resurser som den mer rika världen.

Enda sättet att minska koldioxidutsläppen och människans påverkan på klimatet är att använda mindre olja, kol och naturgas. Vid eldning av fossila bränslen bildas alltid koldioxidutsläpp. Dessa går inte ta bort genom någon rening. I stället måste den totala energiförbrukning minskas och ersättas med vindkraft, bibränslen och andra förnybara bränslen som inte påverkar växthuseffekten.

En annan miljöförändring som påverkar de flesta branscher och speciellt olje- och gasbranschen är den minskade tillgången av naturresurser. Uttaget av naturresurser har skett i en allt ökande omfattning. Vetskapen om att en råvara som behövs för företagets produktion kommer att minska ökar drivkrafterna för att hitta alternativa lösningar, exempelvis effektivare förbränning av fossila bränslen eller förnyelsebar energi. En annan drivkraft att byta råvara kan vara att en stat upplever ett sånt stort politiskt och ekonomiskt beroende av en vara att det vill bryta det beroendet. Vilket kan vara många länders uppfattning av olje- och gasberoendet.

### 2.1.1 Hur mycket olja finns kvar?

Debatten har varit stor om den s.k. oljeproduktionstoppen, eller peak-oil. Det är den tidpunkt då den maximala råoljeproduktionen är uppnådd, varefter den kommer att minska tills den hanterbara råoljan tagit slut. Att denna punkt förr eller senare kommer att inträffa är de flesta överens om eftersom oljan är en ändlig resurs, men exakt när detta händer är omdebatterat. Organisationen ASPO, Association for the Study of Peak Oil and Gas hävdar att detta kommer att ske inom några år, medan andra (hit räknas de flesta oljebolag och regeringar) är mer optimistiska och räknar med att toppen kommer ungefär på 2030-talet. Toppen för nya oljefyndigheter nåddes i början av 1960-talet, och för oljeproduktionen i länder utanför OPEC och forna Sovjetunionen passerades produktionstoppen ungefär år 2000.

En teoretisk beräkning av hur länge oljan räcker och när Peak Oil inträffar, baserat på dagens konsumtion resp. ökad förbrukning, i två perspektiv:

	<b>Pessimister</b>	<b>Optimister</b>
När inträffar Peak Oil?	2010	2030-2037
Hur länge räcker oljan efter PO?	15-30 år	22-43 år
Vid 2% ökad förbr. /år?	12-24 år	16-31 år
2% ökning + nya oljekällor?	14-27 år	24-48 år
<b>Oljetillgångar och reserver:</b>		
Upptagen olja (till 2004)	920 miljarder fat	960 miljarder fat
Kända oljereserver	780 miljarder fat	1,092 miljarder fat
Nya reserver	0	460 miljarder fat
Möjlig, oupptäckt lättolja	150 miljarder fat	488 miljarder fat
<b>Totalt</b>	<b>1 850 miljarder fat</b>	<b>3 000 miljarder fat</b>

## 2.2 Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter

Den andra trenden är betydelsen för företagen att satsa på sin egen personal. För att ett företag ska kunna lyckas behövs en välutbildad och motiverad arbetskraft. De demografiska trenderna pekar på att det i framtiden blir ont om yrkesskicklig arbetskraft i industriländerna. Det blir därför allt viktigare för företagen att vårda den personal de har. Humankapital kan definieras som de mänskliga resurserna i form av individernas förmåga, kompetens, erfarenhet. Den är speciellt viktig i branscher som kräver komplexa, icke-standardiserade, kreativa och individberoende problemlösningar. För ett företag i olje- och gasbranschen är det avgörande att de har lyckats attrahera rätt kompetens och lyckas att behålla den.

En annan viktig aspekt av detta är att företagen respekterar mänskliga rättigheter. Tanken om mänskliga rättigheter grundar sig på FNs deklaration om att alla människor är födda fria och lika i värde och rättigheter. Hur företag respekterar de mänskliga rättigheterna har fått mer och mer uppmärksamhet. FNs Global Compact, ett initiativ som lanserades 1999, har drivit på utveckling för att företag ska ta ett mer ansvar för bl.a. mänskliga rättigheter. Tanken med initiativet är att göra företag uppmärksam på och ta ett aktivt ansvar för tio internationellt erkända principer inom områdena mänskliga rättigheter, arbetsrätt, miljö och bekämpning av korruption. Ett flertal ideella föreningar granskar företagens respekterande av arbetskraft. Exempel på det är Swedewatch och Amnesty Business Group. För ett företag som har någon del av sin verksamhet eller underleverantörer i ett utomeuropeiskt land så ställer de högt krav på att mänskliga rättigheter efterlevs.

### **2.3 Ökat krav på transparens hos företagen.**

Från juridiskt håll, konsumenterna och från investerare ställs krav på att företagen ska redovisa vad de gör. Kravet på insyn brukar benämnas transparens. Ett exempel på krav på företaget är hur de arbetar med personalfrågor och mänskliga rättigheter. Företag som har underleverantörer eller bedriver verksamhet på något sätt i utomeuropiska länder är det speciellt viktigt. Från årsskiftet 2006/2007 måste svenska företag med minst tio anställda och tillgångar värda mer än 24 miljoner kronor redovisa viktiga omständigheter och risker som påverkar företagets ställning och resultat. Exempel på detta är eventuella saneringsbehov och risker förknippade med klimatförändringar och kemikalielagstiftning. Alla bolag som har någon form av miljöfarlig verksamhet, oavsett storlek, måste redovisa hur de påverkar miljön. De flesta svenska börsföretag på A-listan har bestämt sig för att följa Svenska kod för bolagsstyrning som upprättades i slutet av 2004. Utgångspunkten i detta dokument är just öppenhet och transparens.

## **3 Drivkrafter i olje- och gasbranschen**

Det är främst miljöförändringar som påverkar efterfrågan på olja och gas. Hur miljöfrågan påverkar efterfrågan beskrivs nedan.

### **3.1 2.1.2 Direkta drivkrafter för efterfrågan**

Trycket för en förändring av olje- och gasbranschen kommer från flera håll. Olika former av påverkan kommer från individer i roller som konsumenter, politiska väljare, anställda och aktieägare. Trycket kommer även från företagets intressenter som t.ex. media och intresseorganisationer.

Samtidigt som det sker ett tryck på att efterfrågan ska minska så präglas efterfrågan inom olje- och gasbranschen av en s.k. "common-good"-problematik. Trots att minskade föroreningar skulle vara till nytta för kollektivet, vinner den enskilda aktören (industrin/landet) på stora utsläpp. Det skapar ett behov av intervention från myndigheter, där krav och incitament för förändring drivs på via olika former av policyinstrument. De olika policyinstrumenten delas in i regulatoriska instrument (en direkt påverkan på ett företags verksamhet genom att etablera och tillämpa lagar och regler), ekonomiska instrument (ekonomisk styrning, t.ex. skatter eller utsläppsrättigheter) samt kommunikativa instrument. De verkar alla som drivkrafter för en förändring och skapar behov av t.ex. alternativa energikällor.

I allt större utsträckning speglas dock behovet av alternativa icke-fossila bränslen av direkta marknadsdrivkrafter. Påverkan på det dagliga livet för innevånare i samhället blir allt tydligare i form av exempelvis brist på tjänligt vatten eller förorenad luft. Exemplet visar på effekter för de enskilda individerna i samhället med påverkan på individernas hälsa som följd. Med ökade problem stiger betalningsviljan hos individerna och indirekt hos myndigheterna. I Kina bedöms miljörelaterade effekter ha en direkt påverkan på den fortsatta BNP-tillväxten i landet, vilket ger starka drivkrafter för åtgärder. Med en historisk hög BNP-tillväxt finns dessutom förbättrade

finansieringsmöjligheter av myndighetsinitierade åtgärdsprogram. Då en stor mängd miljöeffekter i enskilda länder speglas globalt, finns ett internationellt tryck för åtgärder i länderna. Omfattande finansiella stödprogram möjliggör snabbare miljöförbättrande åtgärder, vilket ger en ökad efterfrågan på alternativ till fossila bränslen.

För företagen innebär klimatförändringarna en begränsning av resurser. De måste minska sitt beroende av fossila bränslen. Det beror på ekonomiska mekanismer; t.ex. olja kommer att bli för dyrt men även förhindrande skäl; genom lagar och regler kommer företagen att bli tvingade till att minska utsläppen av koldioxid. Exempel på ett regelverk som redan idag styrar EUs handel med utsläppsrätter. Företag som har höga koldioxidutsläpp tvingas att betala för varje extra utsläppsenhet.

Trots att det sker en förändring av efterfrågan på olja och gas kommer det inte att påverka efterfrågan på Statoil produkter inom de närmaste fem åren. Det som kan påverka företaget är hur de anses ta hänsyn till miljön när de utvinner olja och gas. Investeringar och intressenter kan dra tillbaka sina satsningar i bolaget om företagets verksamhet inte är minst lika miljövänlig som andra bolag i samma bransch. Detsamma gäller om företaget inte kan möta de två andra beskrivna trenderna; ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter och ökat krav på transparens för företagen.

Hur Lundin kan möta dessa trender beskrivs i avsnittet Hållbar företagsanalys nedan.

### 3.2 Förändring av oljepriset

Historiskt sett har oljepriserna uppvisat stora variationer. Oljepriserna påverkas, förutom av tillgång och efterfrågan, av faktorer som global och regional ekonomisk och politisk utveckling i de producerande regionerna, liksom av i vilken utsträckning Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC) och övriga oljeproducerande länder påverkar de globala produktionsnivåerna. Dessutom påverkas oljepriserna av priset på alternativa bränslen, den globala ekonomin och av väderförhållanden. En del forskare anser att priset på olja och gas kan komma att bli lite billigare de närmaste åren pga. fler investeringar och mer effektiva och avancerade tekniklösningar för utvinning. Andra tror att olja och gas kommer att ha ett fortsatt högt pris. Om några år är de flesta dock överens om att tro annat än att oljan åter blir dyrare. Ökad efterfrågan, inte minst från fattiga länder på väg uppåt, kommer då inte att kunna mötas av ett stigande utbud.

## 4 Hållbar företagsanalys

### 4.1 Styrelse, ledningsgrupp och organisation

#### 4.1.1 Ledning

Ledningen ska leverera resultat enligt uppsatta ekonomiska mål, genomföra förändringar, utveckla och inspirera medarbetare. Detta ska göras enligt de värderingar som Statoil har.

#### Ledningsgruppens sammansättning

Helge Lund	Koncernchef & Ordförande	2004
Terje Overvik	Vd Exploration & Production Norge	2002
Peter Mellbye	Vd Exploration & Production Internationellt	1992
Rune Björnson	Vd Naturgas	2004
Jon Arnt Jacobsen	Vd Manufacturing & Marketing	2004
Margareth Övrum	Vd Technology & projects	2004
Nina Udnes Tronstadt	Vd Hälsa, säkerhet & miljö	2005
Eldar Saetre	Finanschef	2003
Reidar Gjaerum	Vd Corporate Communication	2005

### 4.2 Styrelse

Styrelsen är ansvarig för att verksamheten är organiserat på ett effektivt sätt. De ska även sätta upp finansiella mål och ta beslut om Statoils planering och budget. Den är även ansvarig för Statoils kvartalsrapportering och utdelningspolicy. Statoils styrelse ska verka efter verksamhetens bolagsordning som reglerar förhållandet mellan ägarna, styrelsen och ledningen. Bolagsordningen är baserad på amerikansk och norsk lag och riktlinjer. Utgångspunkten i styrningen är öppenhet och lika behandling.

Styrelsen ska bestå av minst fem och högst elva ledamöter. Idag utgörs styrelsen utav tio stycken medlemmar, se nedan, vilka alla ska vara ekonomiskt oberoende av Statoils framgång. Medlemmarna verkar i det norska näringslivet och de har en gedigen bakgrund och erfarenhet från olika verksamheter.

Eftersom företaget ser en internationell satsning som en av de viktigaste strategierna borde styrelsen bestå av fler nationaliteter med kunskap om andra geografiska marknader. I ett framtidsperspektiv borde styrelsen även kompletteras med en erfarenhet inom förnyelsebar energi för att hitta nya marknader.

<u>Styrelsesammansättning</u>	<u>Post</u>	<u>Invald</u>
Jannick Lindbäck	Ordförande	2006 (omval)
Lilli-Heidi Bakkerud	Ledamot	2006 (omval)
Morten Svaan	Ledamot	2006 (omval)
Kaci Kullman Five	Ledamot	2006 (omval)
Ingrid Wiik	Ledamot	2006 (omval)
Finn A Hvistendahl	Ledamot	2006 (omval)
Knut ÅM	Ledamot	2006 (omval)
Grace R Skaugen	Ledamot	2006 (omval)
Claus Clausen	Ledamot	2006
Marit Arnstad	Ledamot	2006

### **4.3 Uppförandekod, bolagsstyrning, företagsledningens agerande och risk- och krishantering**

#### **4.3.1.1 Uppförandekod**

Statoil anser själva att en faktor som avgör om företaget kan lyckas beror på vilken etik verksamheten grundar sig på. Statoil ska följa alla lagar och riktlinjer och de ska agera etiskt, hållbart och ansvarsfullt. Om de gör det kommer intressenter och den finansiella marknaden att lita på bolaget. De har samlat den etik som de ska efterleva i något de kallar "Etik i Statoil". Uppförandekoden utgörs även av de riktlinjer som finns samlade i personaldokumentet "Vi på Statoil".

#### **4.3.1.2 Bolagsstyrning**

Statoils bolagsstyrning innehåller riktlinjer för förhållandet mellan aktieägarnas rättigheter, styrelsens oberoende, öppenhet om ersättning och hur den interna och extra kontrollen ska ske. Styrelsen har som uppgift att se till att ägarnas resurser används på ett effektivt och tillfredsställande sätt. Därför behöver företagsledningens agerande definieras klart och tydligt, vilket görs i Statoils bolagsstyrning. Bolagsstyrningen baseras på Norges kod för Bolagsstyrning.

#### **4.3.1.3 Risk- och krishantering**

Statoils arbete med risk- och krishantering beskrivs i dokumentet "Hälsa, Säkerhet och Miljö". Genom att minimera skador på arbetsplatsen, arbeta för personalens hälsa och minimera påverkan på miljön minskar verksamheten de ekonomiska risker som verksamheten medför. Genom att planera efter de här tre kriterierna blir verksamheten även mer effektiv, vilket leder till en ökad lönsamhet. Målet är noll olyckor eller dödsfall och noll påverkan på miljön. Risk- och krishanteringsarbetet möjliggörs genom ett ledningssystem, vilket är ISO-certifierat. Uppföljning görs varje år och presenteras i årsredovisningen.

### **4.4 Personalpolitik**

Statoil hade per den 31 december 2005 drygt 25 600 anställda, varav 49 procent verkade utanför Norge. På huvudkontoret är 27,5 procent av de anställda kvinnor. Koncernen har som ambition att öka andelen kvinnor, särskilt på ledande positioner, vilket de gör genom ledarskapsprogram för kvinnor. Statoil har en låg personalomsättning 0,65 procent, vilket de vill ha en förändring på. De har därför inrättat ett traineeprogram för att få in ny personal. Personalens arbete styrs av dokumentet "Vi på Statoil".

Personalen enligt vad som kan utläsas i den tillgängliga informationen, ses inte som ett av de viktigaste områdena för att lyckas. Olje- och gasbranschen har haft problem de senaste åren med att inte satsa på personalen. Vilket har lett till ett problem utifrån ett kompetensperspektiv. Därför vore det ännu viktigare för Statoil att se detta som ett viktigt instrument för att lyckas. Eventuellt

har Norge byggt upp ett kompetent arbetskraftsutbud sedan 70-talet vilket gör att kompetent arbetskraft ses som något självklart och inte behöver beskrivas som en strategi för framgång.

## 5 Faktiska och potentiella produkter samt produktionsprocess

### 5.1 Översikt

Statoils verksamhet kan delas in i fyra huvudområden som erbjuder olika produkter och tjänster:

1. Exploration and Production Norway
2. International Exploration and Production
3. Natural Gas
4. Manufacturing and Marketing.

Uppdelningen är gjord efter verksamhetens natur, geografiska lokalisering och efter det interna ledningssystemet och Statoils uppställda strategier.

#### 5.1.1 Exploration and Production Norway

Detta affärsområde ansvarar för exploatering, utveckling och produktion av olja och gas i Norge. Målet för affärsområdet är att producera en miljon fat olja per dag. De ska de göra genom att förbättra utvinningen av existerade fält, finna nya fält och med hänsyn till hälsa, säkerhet och miljö. Förutom produktion och exploatering erbjuder affärsområdet även infrastrukturella lösningar för transporter. Speciellt för gas.

#### 5.1.2 International Exploration and Production

Detta affärsområde ansvarar för exploatering, utveckling och produktion av olja och gas utanför Norge. Verksamheten står för 16 procent av Statoils totala olje- och gasproduktion. Statoil tror på lång sikt att en tillväxttakt på mellan 2-4 procent är möjlig. År 2005 hade de produktion i Angola, Azerbadjhan, Algeriet, Angola, Venezuela samt Storbritannien och Irland. De planerar att nå en stabil tillväxt genom att tillvarata den kompetens och teknologi som verksamheten har byggt upp i Norge och exploatera i resursrika regioner.

#### 5.1.3 Natural Gas

Affärsområdet Naturgas är ansvarig för transporter, raffinering och marknadsföring av naturgas och flytande gas. Den huvudsakliga marknaden är den Europeiska, men de har även hela den internationella marknaden som ansvarsområde. En annan uppgift de har är att marknadsföra Norges stats naturgasproduktion. Statoil har som mål att fortsätta utveckla detta affärsområde genom öka produktion, investeringar i nya fält och infrastruktur och i att minska riskerna i verksamheten. De planerar att exportera gas från Nordafrika och Kaspiska havet.

#### 5.1.4 Manufacturing & Marketing

Statoils tillverknings- och marknadsföringsavdelning har ett huvudansvar för verksamheten när det gäller transporter av olja, raffinering, försäljning av råolja och raffinerade produkter och försäljningsaktiviteter. Statoils servicestationer (bensinstationer) ingår i detta affärsområde. Statoil har som mål att stärka sin position inom detta område. Det ska dom göra genom att t.ex. förbättra sitt varumärkesarbete. Ett nytt marknadsområde som de ser är marknaden för alternativa icke fossila bränslen.

#### 5.1.5 Technology & Projects

Affärsområdet Teknologi och Projekt ansvarar för Statoils teknologiska expertis, forskning och utveckling, planering och bedömning av utvecklingsprojekt. Affärsområdet har som uppgift att hitta tekniska lösningar som gör det möjligt att hitta mer olja och gas eller andra affärsmöjligheter. och därför är de flesta innovationerna inriktade på detta.

#### 5.1.6 New energy

Enheten för förnyelsebar energi är en av de enheter som kan erbjuda nya produkter inom en snar framtid. Affärsområdet etablerades 2003 för att ta tillvara de möjligheter som förändringarna på energimarknaden har lett till. Enheten ansvarar för att reducera verksamhetens användning av

fossila bränslen, utveckla alternativa energilösningar. För tillfället satsar de bl.a. på vätgas och biogas, men de är osäkra på om de är framtidens lösning för transportmarknaden.

## 6 Investeringar

Mellan 2005 - 2007 har Statoil planerat att genomföra investeringar på 110-115 miljarder norska kronor. Under 2005 investerade bolaget 46 miljarder norska kronor i sin verksamhet. Investeringarna ökade till stor del i USA i jämförelse med 2004. Enligt Statoil kommer de att fortsätta att investera i samma takt för att nå en långsiktig positiv utveckling. Av det totala investerade beloppet 2005 var åtta (8) miljarder sociala investeringar. Det gick till lokala utvecklingsprojekt i länder som t.ex. Angola och Azerbadjhan.

## 7 Faktiska och potentiella marknader

### 7.1 Råolja- och gas

Råolja och naturgas förekommer på alla kontinenter i världen. De största bevisade råoljereserverna finns i Mellanöstern, därefter Ryssland/Kaspien och Afrika. Världens totalt bevisade oljereserver uppgick vid slutet av år 2004 till 1 189 miljarder fat, varav 62 procent finns i Mellanöstern. Vid slutet av 2004 hade Mellanöstern 40 procent av det 179,5 tusen miljarder m<sup>2</sup> bevisade gasreserver i världen.

### 7.2 Produktions- och försäljningsciffror för marknaden

Olja transporteras från producent och konsument primärt med fartyg. Oljepriset för olika kvaliteter är relativt homogent på världsmarknaden. Gas transporteras främst genom pipelines. Priset varierar därför beroende på borrhningens geografiska placering i förhållande till konsumenterna.

Statoil har enligt en oberoende bedömningsfirma uppskattat oljereserverna till 1,777 Miljoner fat och gasreserverna till 14,242 Miljarder kubikmeter.

#### 7.2.1 Exploration and Production Norway

Produktionen av olja och gas i Norge uppgick per den 31 december 2005 till 562 000 oljeekvivalenter (boe) per dag och 423 000 fat gas per dag. Det ger en total produktion på 985 000 fat per dag. Följande resultat gjorde detta affärsområde de senaste tre åren:

Nyckeltal i Miljoner NOK	2005	2004	2003
Total avkastning	97 623	74 050	62 494
Bruttoresultat	74 132	51 029	37 855
Investeringar	16 257	16 776	13 136

#### 7.2.2 International Exploration and Production

Omsättningen har fördubblats mellan år 2004 och 2005. Produktionen av olja ökade från 115 000 till 184 000. Följande nyckeltal för de tre senaste åren har registrerats för detta affärsområde:

Nyckeltal i Miljoner NOK	2005	2004	2003
Total avkastning	19 563	9 765	6 615
Bruttoresultat	8,364	4,188	1,781
Investeringar	25,295	18,987	8,019

Följande produktion i tusentals oljeekvivalenter (boe) per dag hade respektive fält under 2005:

Land	2005
Girassol + Jasmim, Angola	27.4

Xikomba, Angola	5.0
Kizomba A, Angola	28.1
Kizomba B, Angola	13.7
In Salah (gas), Algeria	40.6
Azeri-Chirag-Gunashli, Azerbaijan	10.5
Azeri (Phase 1&2), Azerbaijan	9.0
Sincor, Venezuela	24.2
LL652, Venezuela	0.8
Lufeng, China	6.8
Alba, UK	9.8
Dunlin, UK	1.5
Merlin, UK	0.05
Schiehallion, UK	3.9
Caledonia, UK	0.4
Jupiter (gas), UK	1.9

### 7.2.3 Natural Gas

Statoil har ungefär 10 procent av den Europeiska marknaden för naturgas. Statoil levererar naturgas till 13 länder. Tyskland, Storbritannien, Irland och Frankrike är de största importörerna. Följande resultat gjorde detta affärsområde de senaste tre åren:

Nyckeltal i Miljoner NOK	2005	2004	2003
Total avkastning	45,823	33,326	25,452
Bruttoresultat	5,901	6,784	6,005
Investeringar	2,542	2,368	860

Affärsområdet förväntas öka sin produktion av naturgas från 2005 års produktion på 25 miljarder kubikmeter naturgas till 50 miljarder kubikmeter naturgas år 2015.

### 7.2.4 Manufacturing & Marketing

#### Råolja

Statoil är en av världens största försäljare av råolja. År 2005 sålde Statoil 2,1 miljoner fat per dag till ett genomsnittligt pris på 54,50 USD per fat.

#### Raffinerade produkter

Statoil raffinerar 16 procent av sina produkter och sålde cirka 15 miljoner ton raffinerade produkter.

## Energiproduktförsäljning

I Skandinavien innehar Statoil 25 procent av marknaden av exempelvis uppvärmningsolja, jetbränsle och flytande gas.

Nyckeltal i Miljoner NOK	2005	2004	2003
Total avkastning	339,380	267,177	218,642
Bruttoresultat	7,646	3,921	3,555
Investeringar	1,630	4,162	1,546

### 7.2.5 Technology & Projects

Statoil investerar mellan 100-300 Miljoner varje år i olika projekt . Detta affärsområde är rankat som en av världens ledande verksamheter inom produktion av plattformar och fartyg. De är även världens näst största verksamheter för exploatering av olja och gas under havsytan. Kombinationen av att kombinera teknologi och projektverksamhet gör att det är större chans att kommersialisera nya innovationer. Statoil satsar främst på följande områden:

- Miljöteknologi
- Utvinningsteknologi
- Hantering av reserver
- Teknologi för verksamhet under havsytan
- Gasteknologi

## 8 Branschanalys

Oljebranschen påverkas till stor del av OPEC (Organization of Petroleum Exporting Countries). Det är en internationell organisation som består av princip alla oljeproducerande länder i Mellanöstern och Nordafrika. Organisationen anses ha mycket makt över världsmarknadspriset på råolja. OPEC-ländernas nuvarande produktion utgör cirka 40 procent av världsproduktionen. De bestämmer t.ex. hur mycket olja som medlemmarna ska producera under ett år, vilket påverkar priset på olja.

### 8.1 Graden av konkurrens bland existerande företag

På marknaden för olja och naturgas är konkurrensen stenhård eftersom det råder begränsade tillgångar på naturresurserna som ska delas på ett flertal aktörer på marknaden. Det finns även en stor likviditet på marknaden som gör att det för befintliga aktörer är svårt att kunna köpa nya fyndigheter. Konkurrensen mellan företagen innebär dock ingen dumpning av priserna eftersom det råder så pass stor efterfrågan på olja och gas.

### 8.2 Hot från nya aktörer

Risken för konkurrens från nyetablerade olje- och gasföretag är emellertid minimal eftersom det krävs stora kapitalresurser, kunskap och erfarenheter för att kunna etablera sig på marknaden.

### 8.3 Substitut

Ett flertal substitut till olja- och gas finns, både fossila och förnyelsebara bränslen. Exempel på detta är etanol, bränsleceller, kol, biodisel och kärnkraft. Det är dock länge till samhället kommer att kunna ställa om sig och göra sig av med sitt olje- och gasberoende. Efterfrågan på olja och gas ökar i takt med att världsekonomin ökar, speciellt i utvecklingsländerna. Nedan beskrivs de icke-fossila alternativen

#### 8.3.1 Bioenergi

Bioenergi är en effektiv metod för att utnyttja skogsbränsle för framställning av fjärrvärme, el, pellets, etanol och metanol. Problemet idag är att tekniken för produktionen och användning av biodrivmedel är underutvecklad. Idag är priset alldeles för högt jämfört med fossila bränslen. Om förespråkare för förnybara drivmedel får rätt och att dagens prissättning på bensin, diesel och naturgas ska spegla de faktiska kostnaderna på den globala miljön kan bioenergi vara ett alternativ. Den stora bakomliggande drivkraften för biodrivmedel är det ökade oljeberoendet, med stigande oljepris och negativ miljöpåverkan. Pådrivande är fordonsindustrins satsningar på

biobränsle drivna bilar. Slutkonsumenternas intresse för miljö och koldioxidneutrala utsläpp, tillsammans med skattereduktioner (trängselskatt) och gratis parkering gör att efterfrågan på biodrivmedel kommer att öka stadigt. Potentialen finns för teknikexport av bioetanolframställning men området kräver ytterligare utveckling.

### 8.3.2 Vindkraft

I Sverige och i många andra länder växer vindkraften som en förnybar energikälla. General Electric och Siemens är två av de stora globala tekniktillverkare som har etablerat sig som vindkraftstillverkare ger signaler om att det finns en framtida lönsamhetspotential i den här branschen. EU och Sverige har initierat olika stödprogram för att driva på tillväxten inom sektorn. Trots detta är vindkraft fortfarande inte så pass effektivt och billigt som fossila bränslen är idag. Och det kommer dröja länge innan det kommer att vara det.

### 8.3.3 Solenergi

Solenergi kan delas in i två områden. Solfångare eller termisk solvärme innebär teknik för att producera varmvatten. Det andra området bygger på solceller som omvandlar solenergi till elektrisk energi utan att något bränsle behövs och utan att resultera i några utsläpp.

Solceller används idag inom elproduktion där det av tekniska eller ekonomiska skäl inte går att ansluta sig till elnätet. Men för en storskalig elproduktion är fortfarande alternativen billigare. I ett längre perspektiv finns det dock en stor potential för solceller som ansluts till elnätet. Ett problem har varit att solcellstekniken har varit dyr. Men satsningar på högre verkningsgrad och lägre produktionskostnader för solceller har medfört att byggnadsintegreringar av solcellsteknik närmar sig lönsamhet. Däremot ligger rena solkraftverk längre fram i tiden. De flesta prognoser om solcellmarknadens utveckling för storskalig användning ligger mellan 20-50 år fram i tiden. Solvärme via termiska solfångare används främst för att ersätta el eller olja för uppvärmning och varmvatten i byggnader. Solfångare kombineras typiskt med biobränsle och förutom att den ersätter el alternativt olja höjer den också verkningsgraden hos biobränslepannan.

## 8.4 Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka

Eftersom det råder en begränsad tillgång på olje- och gastillgångar har säljarna en stark förhandlingsstyrka i jämförelse med köparnas. Efterfrågan på olja är cirka 50 gånger större än vad som idag produceras och därmed kan säljarna ta ut ett högt pris på olja. Världen konsumerar två fat olja för varje nytt fat som upptäcks.

I ett längre perspektiv går åsikterna isär om hur det kommer att se ut. Oljan kan bli billigare under de närmaste åren, till följd av pågående investeringar och bättre teknik. Men längre fram kan marknaden vänta sig en tilltagande bristsituation som på nytt driver upp oljepriset. För Marian Radetzki, som tidigare svarade för forskningsorganet SNS Energy, gäller det i stället främst att förstå marknadens dynamik. När priset på olja stiger, så blir det mer lönsamt att investera i oljesektorn och att utnyttja fyndigheter även till höga kostnader. Därför menar han att det inte finns någon borte gräns, utan att oljan kommer att förslå under all överskådlig tid och oljan kommer att bli billigare. Aleklett förutspår en tilltagande brist på olja som efter hand måste driva upp priset ytterligare.

I tidningen Financial Times beskrev nyligen den brittiske ekonomen George Magnus, rådgivare vid UBS Investment Bank, hur han ser det nuvarande höga oljepriset som förebud om en kommande bristsituation. I förlängningen väntar då ännu högre oljepriser, som riskerar att driva in världsekonomin i en recession - eller åtminstone en utdragen period av svag tillväxt.

## 9 Konkurrensanalys

Branschen för olja- och gas präglas av en god lönsamhet. Priset på olja och gas är högt och förväntas att inneha ett högt pris. Statoil strävar efter att kunna konkurrera med de bästa internationella och nationella aktörerna inom prioriterade områden. Det ska de göra genom ett ansvar för säkerhet, hälsa och miljö och att:

- upprätthålla en produktion på en miljon fat olja per dag från Norges verksamhet
- få en årlig långsiktig tillväxt på 2-4 procent
- dubblera gasförsäljningen till 50 miljarder kubikmeter per år
- öka värdet i tillverknings- och marknadsföringsskedet
- ha en förstklassig expertis och teknologi.

Statoil verkar inom så pass många områden och är en av de ledande aktörer inom alla dessa. De har lyckats uppnå denna position gentemot sina konkurrenter genom att ha en kompetent och effektiv personal och en energieffektiv infrastruktur. Statoils övergripande strategi för framtiden är att internationaliseras genom ansvar för hälsa, säkerhet och miljö. Det kommer att ställa krav på personalens förmåga att anpassa sig till nya kulturer och även att snabbt nyanställda och integrera dessa i verksamheten. De försöker därför att bygga en gemensam värderingsplattform för hela verksamheten.

Jag anser att denna strategi är helt korrekt men jag är tveksam om Statoil är rätt utrustade för detta. De ska använda samma medel för att expandera internationellt som de har använt för att på Statoils hemmamarknad. Jag är tveksam om de kan använda samma kompetens och erfarenhet enbart. För att lyckas måste de kunna förlita sig på lokal kompetens i kombination med den tekniska kompetens som redan finns i koncernen.

## 10 Strategi för hållbar utveckling

### 10.1 Översikt

År 2006 var Statoil rankad som etta för tredje året i rad bland olje- och gasföretag på Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World). Det är enbart 11 av alla 81 registrerade olje- och gasbolag som har kvalificerat sig att komma med på den listan. Företagets arbete med hållbar utveckling utgår från tanken om transparens, mänskliga rättigheter, goda arbetsvillkor och en positiv utveckling av det lokala samhälle som Statoil verkar i.

Statoil delar in sitt arbete för hållbar utveckling i fem olika områden. Dessa är:

- Säkerhet
- Klimat
- Gruppen och de anställda
- Affärsetik
- De anställdas hälsa

Uppföljning sker genom följande indikatorer:

- Antalet olyckor
- Förlorad arbetstid som resultat av olyckor
- Antalet allvarliga olyckor
- Sjukfrånvaro
- Oljespill
- Koldioxidsutsläpp
- Kväveutsläpp
- Energiförbrukning
- Material återvunnet

Uppföljningen presenteras i årsredovisningen för de fem senaste åren. Utvecklingen har varit positiv för Antalet olyckor, Förlorad arbetstid som resultat av olyckor, Antalet allvarliga olyckor och Material återvunnet. Sjukfrånvaron har varit oförändrad under den redovisade perioden. Den miljöpåverkande effekten har gått i negativ riktning. Den sämsta utvecklingen har indikatorn oljespill. Mellan år 2004-2005 ökade den från 186 kubikmeter till 442 kubikmeter 2004. Det beror på ett större oljespill i det norska havet. Rapporteringen, vad som presenteras på Statoils hemsida och i årsredovisningen är enbart för den norska verksamheten. De övriga verksamheternas arbete rapporteras per bolag.

### 10.2 Miljö- och klimatstrategi

Målet med Statoils miljöstrategi är noll påverkan på miljön. Det ska uppnås genom att minska företagets utsläpp av koldioxid men även genom att skapa nya innovationer som gör det möjligt att bryta det fossila energiberoendet. Företaget vill även att verksamheter som påverkar den biologiska mångfalden ska förändras till en sån liten påverkan som möjligt. Norges internationalisering har gjort att bolaget har mött nya miljöer, exempelvis tropiska och ökenområden, vilket har inneburit nya problem. Miljöstrategin implementeras genom Statoils arbete för hälsa, säkerhet och miljö och dess ledningssystem. Statoil har som mål att bli ledande inom forskning för att förstå och att lösa miljömässiga utmaningar när det gäller olje- och gasutvinning norr om polcirkeln. Statoil utgår från att hela deras verksamhet påverkar miljön. De ser därför deras forskning som den centrala lösningen för att minska Statoils påverkan. De verkar

därför för att t.ex. öka kunskapen om deras påverkan på miljön, utveckla metoder för att minska riskerna, utveckla förnyelsebar energi och de försöker att koldioxidneutralisera verksamheten. De har totalt patenterat 391 innovationer per den siste december 2005, och de har ansökt om 35 nya patent inom detta område.

Statoils klimatstrategi för att möta klimatförändringarna innebär att satsningar görs på energieffektivisering, utveckla och marknadsföra förnyelsebar energi, handel med utsläppsrätter och uppfylla Kyotoavtalets riktlinjer samt lagra koldioxid. Klimatstrategin utfall mäts delvis genom indikatorerna som presenterades i stycket ovan. Arbetet för förnyelsebar energi har inte kunnat följas upp ännu. Det är ännu i så pass tidigt skede så ingen ny produkt har skapats. Möjligheter finns dock att Statoil kan komma att lyckas att bli ledande inom detta område.

### 10.3 Corporate Social Responsibility

Statoils strategi för samhällsansvar skapades 2005. Den fokuserar på tre områden; transparens, mänskliga rättigheter, arbetsvillkor samt lokal utveckling. Planen för samhällsansvar ser olika ut beroende på i vilket land Statoil verkar. Till grund för planen ligger en riskanalys och en utvärdering av företagets effekter. Riktlinjer för mänskliga rättigheter och arbetsvillkor är framtagna genom Amnesty International. De följer även FNs Global Compact. Som tidigare nämnts satsades 8 MUSD i lokala projekt.

Det är svårt att utvärdera hur företagets arbete för samhällsansvar har givit för resultat eftersom det är uppdelat per land och den nya strategin har enbart varit igång under ett år.

## 11 Lagar och förordningar

Statoil finns representerade i flera länder över hela världen. Det innebär att företaget omfattas av olika nationella lagar men även lokala avvikelser specifika för området. Det medför att det är omöjligt för Statoil att ha en gemensam strategi för projektering och produktion av olja och gas. Varje land och område kräver sin specifika lösning.

En uppfattning bland de flesta av alla världens länder är att samhället måste förändra sitt beroende av fossila bränslen. Detta kommer i ett längre perspektiv innebära att nya lagar och förordningar tas fram för att gynna icke fossila lösningar. Detta kommer att påverka Statoils verksamhet.

## 12 Hur lyckas Statoil möta de risker och trender som identifierats i omvärldsanalysen?

Bedömningen har utgått från följande bedömningsintervall:

100-80 procent Mycket bra

79-50 procent Bra

49-0 procent Inte bra

Dimension	Kriterie	Poäng
Ekonomisk	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Finns det en uppförandekod och hur efterlevs den? (Code of Conduct)</li> <li>- Vilken bolagsstyrning råder? Hur agerar företagsledningen? (Corporate Governance)</li> <li>- Hur hanteras risker och kriser?</li> <li>- Vilka olje- och gastillgångar har företaget?</li> <li>- Vilka reserver av naturgas har företaget?</li> <li>- Vilken avkastning från flytande naturgas har företaget?</li> <li>- Hur sker exploatering och prospektering?</li> <li>- Vilket utbud av gasprodukter har företaget?</li> </ul>	<p><b>80 procent.</b></p> <p>Företaget har en bra uppförandekod och bolagsstyrning, som de gör uppföljning på och ständigt utvecklar. Det är dock oklart hur pass väl uppförandekoden följs i de länder där de prospekterar. Företaget har även risk- och krishanteringsplan. Statoil är en av de största råolja- och gasleverantörer (även i flytande form). Prospektering och</p>

	- Hur pass öppna är företaget med att redovisa vad de gör?	produktion sker med omtanke om människa och miljö. Företaget är transperenta med vad de gör.
Miljö	<p>- Vilken miljöpolicy och strategisk miljöledning har företaget?</p> <p>- Hur faller deras miljöarbete ut? (Eco-Efficiency)</p> <p>- Hur ser företagets miljörapportering ut?</p> <p>- Hur ser företagets miljöledningssystem ut?</p> <p>- Hur efterlevs systemet?</p> <p>- Hur ser företagets klimatstrategi ut?</p> <p>- Hur arbetar företaget med att förbättra och få fram renare bränsle?</p> <p>- Hur arbetar företaget med förnyelsebar energi?</p> <p>- Vilken kapacitet har företaget för att ändra sin produktion?</p> <p>- Andel förnyelsebar energi?</p> <p>- Hur mycket av de framtida kapitalinvestering är avsatta för förnyelsebar energi?</p> <p>- Hur väl redovisar företaget deras utsläpp av fossila bränslen?</p> <p>- Vilka mål och strategier har företaget för att minska företagets koldioxidutsläpp och att möta kommande miljörisker?</p> <p>- Producerar företaget något biobränsle?</p>	<p><b>80 procent.</b> Företaget ligger etta på Dow Jones Sustainability Index. De gör de för de har lyckats integrera hållbar utveckling i affärsstrategin. Miljöstrategin och klimatstrategin är välformulerad och lätt att tyda. Ledningssystemet är uppbyggt för att nå strategiernas mål. En uppföljning görs. Dock inte per land i koncernredovisningen. Utfallet är dock negativt för miljömålen de senaste åren. De har att göra med att verksamheten expanderar. De satsar på alternativa icke fossila bränslen och satsar på nya innovationer.</p>
Social	<p>- Hur ser företagets samhällsansvar ut?</p> <p>- Hur arbetar företaget med Humankapital</p> <p>- Vilka arbetsvillkor har företaget?</p> <p>- Vilken social rapportering gör företaget?</p> <p>- Hur arbetar företaget att få en säker arbetsmiljö?</p> <p>- Hur påverkar företaget det lokala samhälle som de verkar i och vilket ansvar tar företaget i det samhället där företaget verkar?</p>	<p><b>80 procent.</b> Strategin för företagets samhällsansvar skapades 2005. Den är uppdelad per land. Därför är det svårt att avgöra utfallet av strategin. Företagets arbete för mänskliga rättigheter, det lokala samhället, arbetsvillkor och transparens är dock välformulerat och seriöst. Att Amnesty International har arbetat fram deras strategi tyder på en viss kvalitet.</p>

## 13 SWOT-analys

### 13.1 Styrkor

- Högt teknologiskt kunnande
- Innovativa
- Bra finanser
- Effektiv/ produktiv personal.
- Tar ett stort samhällsansvar. Det medför goda relationer i värdländerna.
- Realiserar de flesta projekteringarna till produktion.
- Har redan investerat i den nya marknaden för förnyelsebar energi
- Energieffektiva.
- Verkar för att minimera verksamhetens miljörisker.
- Stabil ägare genom norska staten.

## 13.2 Svagheter

- Beroende av Norges egna exploatering, produktion och kompetens.
- En del av investeringarna sker i politiskt instabila länder.
- Ingen internationell expertis i styrelsen.
- Internationaliseringen sker med norsk kompetens och inte med lokal kompetens.

## 13.3 Möjligheter

- Stor efterfrågan på råolja och gas.
- Stort rådande och kommande behov av alternativa icke-fossila bränslen.
- Fortsatt högt pris på råolja.

## 13.4 Hot

- Politiska oroligheter i värdländerna.
- På längre sikt kommer peak-oil att nås, eller har redan nått enligt vissa.

Jag tror att följande faktorer avgör Statoils framtid; förmågan att öka reserverna och produktionen internationellt. För att det ska vara möjligt måste företaget fortsätta att vara innovativa, lyckas med ett socialt ansvarstagande och omtanke om miljön, fortsatt högt olje- och gaspris samt en god personalpolitik.

# 14 Redovisningsanalys

Det höga oljepriset har under de senaste åren resulterat i förändringar i värderingen av olje- och gastillgångar. Ett exempel på detta är att branschen och den finansiella marknaden sätter betydande värden på prospekteringsstillgångar och betingade resurser (olje- och gasfyndigheter som ännu inte har kommersialiserats).

## 14.1 Redovisningsprinciper

Statoilkoncernen använder sig av amerikanska redovisningsprinciper (USGAAP) och norska redovisningsprinciper (NGAAP). Konsolideringen innefattar Statoil ASA och alla dotterbolag som är mer än 50 procent direkt eller indirekt ägda. Bolag som är ägda mellan 20-25 procent värderas genom "equity method". Övrigt ägande konsolideras genom "pro rata". Redovisningen är uppdelad på affärsområde men även totalt.

## 14.2 Noter

### 14.2.1 Valutadifferenser

Koncernredovisningen för Statoil redovisas i norska kronor. De utländska bolagens redovisningar baseras på den valuta som verksamheten använder. I de flesta fall är den lokala valutan som gäller med undantag för vissa bolag som använder amerikanska dollar. Varje bolags balansräkning omräknas därefter enligt dagskursmetoden per den sista december. För omräkningen av resultaträkningarna använder Statoil den genomsnittliga växlingskursen under ett år.

Oavsett vilken metod som används för att beräkna om en valuta till norska kronor innebär en effekt på skuldernas och tillgångarnas värdering. Många av Statoils ägda bolag är verksamma i länder med hög inflation, vilket kan leda till stora förändringar i värderingen mellan två år.

### 14.2.2 Olje- och gasbokföring

Statoil använder sig av en värderingsmetod för att bokföra olje- och gastillgångar som de kallar för "Successful efforts". Det innebär att olje- och gasreserverna är värderade som en tillgång tills de är ansedda värda något. Utgifterna bokförs inte som en kostnad förrän en exploatering är bevisad som en reserv eller att den inte är en reserv. När de bokförs som en utgift skrivs de av efter nyttjandetiden. Om reserverna inte är värda något så direktavskrivs de över resultatet. Det är svårt att dra en slutsats om värderingen på de möjliga reserverna för olja och gas då fördelarna och nackdelarna att tar ut varandra. Att värdera alla resurser och reserver är svårt då det inte går att förutse om det kommer att leda till en färdig produkt.

### 14.2.3 Skatter

Statoilkoncernens resultat redovisas med norsk bolagsskatt (28 procent). Hur de har tagit hänsyn till varje bolags olika skattesats är oklart. Min uppfattning är att summeringen av skattekostnaden

för varje bolag är beräknad på respektive lands skattesats och valuta. Därefter sker beräkningen till norska kronor. Skattesatserna skiljer sig mellan länderna, i Sverige t.ex. är bolagsskatten 28 procent medan Venezuela har en skattesats på 34 procent.

## 15 Finansiell analys

Den finansiella analysen baseras på egna beräkningar framtaget med hjälp av data hämtat från årsredovisningen 2005 och kvartalsrapport 3, 2006. Kvartalrapporten redovisas enbart enligt USGAAP och därför används USGAAPs siffror från årsredovisningen 2005.

### 15.1.1 Soliditet

För att få fram soliditeten har jag tagit summa eget kapital dividerat med summa tillgångar. Sedan 2002 har Statoil ökat soliditeten från 26 procent till 36 procent. Soliditeten för sysselsatt kapital är 61 procent och fås genom att dividera det egna kapitalet med summa tillgångar minus kortfristiga skulder. Även den har ökat. Per den siste december 2005 var den 37 procent. Båda soliditetsmått har ökat under 2006. Per den siste september var den 36 respektive 47 procent.

Soliditeten anger företagets finansiella styrka och är ett mått på företagets långsiktiga överlevnadsförmåga. Ett vanligt riktmärke är att soliditeten ska vara mellan 30 och 40 procent. Statoil tar stora risker och satsar offensivt på investeringar och behöver en högre soliditet än rekommenderat. Deras soliditet bedöms vara god.

### 15.1.2 Räntabilitet på totalt kapital

Är ett mått på Statoils lönsamhet. Måttet anger avkastningen på ägarnas satsade kapital, dvs. hur väl företagets investeringsstrategi har utfallit oavsett hur verksamheten har finansierats. Räntabiliteten på totalt kapital fås genom att dividera resultatet efter finansiella poster och räntekostnader med det genomsnittliga totala kapitalet (IB totalt kapital + UB totalt kapital/2). Per den sista september 2006 hade Statoil en räntabilitet på det totala kapitalet på 13 procent, vilket inte kan tolkas som ett bra resultat.

### 15.1.3 Räntabilitet på eget kapital

Räntabiliteten på eget kapital är även det ett mått på lönsamhet och definieras som ovan, med undantag av att det är även företagets finansieringsstrategi som utvärderas. Skillnaden märks i täljaren. Det är det genomsnittliga egna kapitalet som beräknas. För det egna kapitalet har Statoil en räntabilitet på 32 procent, vilket är bra.

### 15.1.4 Kassalikviditeten

Summa omsättningstillgångar minus varulager dividerat på summa kortfristiga skulder ger företagets likviditet och speglar förmågan att betala sina kortfristiga skulder. Den bör vara minst 100 procent för att klara av alla kortfristiga skulder. Statoil har en likviditet på 101 procent, vilket är lågt.

### 15.1.5 Vinstmarginal

Vinstmarginalen visar hur mycket företaget får i vinst för varje omsättningskrona. Den beräknas genom att resultatet före finansiella poster plus finansiella intäkter divideras med omsättningen. Fram till den siste september 2006 hade Statoil en vinstmarginal på 29 procent.

### 15.1.6 Rönteteckningsgrad

Detta mått visar hur många gånger företagets resultat kan betala räntorna på de långfristiga lånen. Graden beräknas genom att dividera resultatet före finansiella poster plus finansiella kostnader med de finansiella kostnaderna. Rönteteckningsgraden bör överstiga 3,5 och Statoil uppnår en täckningsgrad på 15,11 per den siste september 2006.

## 15.2 Kvantifiering av hållbara kriterier

Dimension	Vikt	Min bedömning	Genomsnitt branschen	Effekt	Effektivitets-indikator
<i>Ekonomisk</i>	39,2 %	80%	64%	Positiv	+0,2
<i>Miljö</i>	37,6 %	80%	55%	Positiv	+0,2
<i>Social</i>	23,2 %	80%	55%	Positiv	+0,2

Positivt:  $\geq 1,2$  \*genomsnitt för branschen

Neutral:  $< 1,2$  \*genomsnitt för branschen,  $> 0,8$  \*genomsnitt

Negativ:  $< 0,8$  \* genomsnitt

## 16 Antaganden

Antagandena är baserade på den strategiska analysen, redovisningsanalysen, den finansiella analysen samt uppgifter i årsredovisningen 2005 och kvartalsrapport 3 år 2006.

- **Bankräntan i procent 6 %** – på de kortfristiga skulderna har bolaget en genomsnittlig ränta på fyra (4) procent. På de långsiktiga skulderna har de en genomsnittlig ränta på 4,86 procent. Dessa uppgifter är hämtade från årsredovisningen 2005. Jag antar dock att räntan kommer att successivt höjas. Därför har jag satt en genomsnittlig ränta på 6 procent efter år 2.
- **Soliditet SYSS 54 %** - för att få fram soliditetsmålet har jag tagit soliditeten på sysselsatt kapital mellan åren 2004-2006 och räknat ut genomsnittet. Beräkningen görs genom att först beräkna summan för sysselsatt kapital. Det gör jag genom att subtrahera ej räntebärande skulder från summa totala tillgångar. Summan för Eget kapital divideras därefter med sysselsatt kapital.
- **Evig tillväxt efter prognosperiodens slut 4 %** - Statoil har själva antagit att tillväxten kommer att vara 2-4 procent från år 2007. Fram till dess är den 8 procent. Eftersom företaget har anpassat sin produktion till nya förutsättningar på marknaden antar jag att tillväxten kommer att vara högre än vid en traditionell analys.
- **Tillväxttakt för nettoomsättningen 15 %** - Sedan 2001 har Statoil haft en genomsnittlig omsättningsökning på 15 procent. Jag antar att de kommer ha en liknande utveckling de närmaste åren.
- **Rörelsens kostnader 13 %** - I jämförelse med omsättningsökningen har inte rörelsekostnaderna ökat med samma genomsnittliga takt sedan 2001.
- **Rörelsens kostnader efter prognosperiodens slut 10 %** - Eftersom Statoil har minimerat kommande miljömässiga och sociala risker kommer kostnaderna att minska på längre sikt.
- **Avskrivningar 8 %** - Statoil har olika avskrivningssatser. Den ligger mellan 3-33 år. Jag har utifrån avskrivningstakterna år 2001-2005 beräknat fram en genomsnittlig procentuell avskrivningstakt.
- **Investeringar år 1: 43 MdNOK** - Mellan 2005 - 2007 har Statoil planerat att genomföra investeringar på 110-115 miljarder norska kronor. Under 2005 investerade bolaget 46 miljarder norska kronor i sin verksamhet, de tre första kvartalen 2006 investerades drygt 23 MdNOK. Det återstår alltså cirka 43 MNOK till investeringar år 1.
- **Investeringstillväxt 14 %** - för att Statoil ska kunna internationalisera sin verksamhet anser de själva att de kommer att fortsätta att investera i samma takt som under 2005-2007. Den genomsnittliga investeringssumman för de tre åren motsvaras av cirka 14 procent av de totala materiella anläggningstillgångarna för år 0
- **Obligatoriskränta (riskfri ränta) 3 %** – Hämtad från årsredovisningen 2005
- **Generell riskpremie 5,5 %**– Hämtad från årsredovisningen 2005
- **Betavärde för aktien 1 %**– Hämtad från årsredovisningen 2005
- **Diskonteringsränta 8,5 %** – Hämtad från årsredovisningen 2005
- **Inlåningsränta 5,3%** – den genomsnittliga räntan i procent, utifrån ränteintäkter dividerat med kassa/bank.
- **Skattesats 69 %** – Statoil verkar i länder där bolagsskatten är extremt hög blir den effektiva skatten väldigt hög. Skattesatsen har de senaste fem åren varierat från 63 procent till 78 procent. Jag har antagit skattesatsen för år noll (0) som skattesats i prognosen. De förklarar den höga skatten med de höga skatter som finns i vissa av de länder de verkar i och den höga skatt som föreligger produktion av olja och gas.
- **Operativt kassabehov 5 %** – generellt behövs 3 procent av omsättningen i kassabehov för att klara att driva verksamheten. Statoil satsar offensivt med stora investeringar och stora risker och kräver därför en större kassa än 3 procent.
- **Rörelsekapital ökar med 10 % per år** – Omsättningen enligt antagandet ovan har ökat med 15 procent per år. Jag tror inte att kostnaden för rörelsekapital ökar i samma takt. Därför har jag antagit en lägre ökad kostnad på rörelsekapital.
- **Amorteringar % per år** – uppgiften är hämtad ifrån årsredovisningen

## 17 Analys av proforma

<b>Resultaträkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
Nettoomsättning	429 268	493 658	567 707	652 863	750 792	777 821
Rörelsens kostnader	-285 794	-322 948	-364 931	-412 372	-465 980	-514 442
Avskrivningar	-24 852	-26 840	-28 987	-31 306	-33 810	-36 515
<b>Rörelseresultat</b>	<b>118 622</b>	<b>143 871</b>	<b>173 789</b>	<b>209 185</b>	<b>251 002</b>	<b>226 864</b>
Finansiellaintäkter	4 417	2 227	3 223	2 174	1 761	1 911
Finansiellakostnader	-7 362	-7 350	-7 012	-8 160	-12 169	-14 432
<b>Resultat före skatt</b>	<b>115 677</b>	<b>138 748</b>	<b>170 001</b>	<b>203 199</b>	<b>240 594</b>	<b>214 342</b>
Skatt	-80 360	-95 736	-117 300	-140 208	-166 010	-147 896
<b>Nettoresultat</b>	<b>35 317</b>	<b>43 012</b>	<b>52 700</b>	<b>62 992</b>	<b>74 584</b>	<b>66 446</b>

<b>Balansräkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>331 954</b>	<b>348 114</b>	<b>368 147</b>	<b>392 724</b>	<b>422 620</b>	<b>550 476</b>
Överlikviditet		50 197	25 665	264	-	-
Varulager	11 687	12 856	14 141	15 555	17 111	18 822
Kundfordringar	41 299	45 429	49 972	54 969	60 466	66 512
Övriga kortfristiga fordringar	27 006	29 707	32 677	35 945	39 539	43 493
Övriga omsättningstillgångar	17 917	19 709	21 680	23 848	26 232	28 856
Likvida medel	14 210	24 683	28 385	32 643	37 540	38 891
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>112 119</b>	<b>182 580</b>	<b>172 520</b>	<b>163 224</b>	<b>180 888</b>	<b>196 574</b>
<b>S:a Tillgångar</b>	<b>444 073</b>	<b>530 694</b>	<b>540 668</b>	<b>555 948</b>	<b>603 508</b>	<b>747 050</b>
Ingående eget kapital	126 734	184 685	174 495	165 978	172 944	250 758
Årets resultat	35 317	43 012	52 700	62 992	74 584	66 446
<b>S:a Eget kapital</b>	<b>162 051</b>	<b>227 697</b>	<b>227 195</b>	<b>228 970</b>	<b>247 528</b>	<b>317 204</b>
Lån	110 133	99 120	89 208	80 287	72 258	65 032
Finansieringsbehov	72 768	44 647	78 663	114 497	138 599	205 179
Ej räntebärande skulder	99 121	109 033	119 936	131 930	145 123	159 635
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>	<b>444 073</b>	<b>480 497</b>	<b>515 002</b>	<b>555 684</b>	<b>603 508</b>	<b>747 050</b>

<b>Sysselsatt kapital</b>		<b>344 952</b>	<b>421 661</b>	<b>420 731</b>	<b>424 018</b>	<b>458 385</b>	<b>587 415</b>
Utdelning	-	22 634	53 202	61 217	56 026	- 3 230	317 204

## Nyckeltal

<i>Soliditet</i>	36%	43%	42%	41%	41%	42%
<i>Soliditet syss</i>	47%	54%	54%	54%	54%	54%
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>	36%	51%	54%	64%	73%	55%
<i>Räntetäckningsgrad</i>	15,11	18,57	23,79	24,64	19,63	14,72
<i>Räntabilitet på totalt kapital</i>	10%	28%	32%	37%	42%	32%
<i>Kassalikviditet</i>	101%	167%	144%	124%	125%	123%
<i>Vinstmarginal</i>	29%	9%	9%	10%	10%	9%

<b>Kassaflödesanalys</b>	<b>ÅR 1</b>	<b>ÅR 2</b>	<b>ÅR 3</b>	<b>ÅR 4</b>	<b>ÅR 5</b>
Redovisat Resultat (Nettoresultat)	43 012	52 700	62 992	74 584	66 446
+Avskrivningar	26 840	28 987	31 306	33 810	36 515
+ <i>Räntekostnad efter skatt</i>	5 292	5 049	5 875	8 762	10 391
-/+Kundfordringar	-4 130	-4 543	-4 997	-5 497	-6 047
-/+Lager	-1 169	-1 286	-1 414	-1 556	-1 711
-/+Kortfristiga skulder	104 616	117 709	128 707	142 949	157 874
-/+Likvida medel	-10 473	-3 702	-4 258	-4 896	-1 351
<b>A Kassaflöde från rörelsen</b>	<b>163 988</b>	<b>194 914</b>	<b>218 210</b>	<b>248 157</b>	<b>262 118</b>
- Investeringsverksamhet	-43 000	-49 020	-55 883	-63 706	-72 625
<b>B Fritt Kassaflöde till företaget FKFF</b>	<b>120 988</b>	<b>145 894</b>	<b>162 328</b>	<b>184 450</b>	<b>189 492</b>

**Beräkningar**

CAPM= $r_e=r_f+(R_m-r_f)*\text{Beta}$	$R_e=0,03+(0,055*1,0)$		
MRP=( $R_m-r_f$ )		CAPM =	<b>0,085</b>
WACC <sub>syss</sub>			
E=54%	$0,54*0,085$	<b>0,046</b>	
S = 46%	$0,46*(0,06*0,72)$	<b>0,020</b>	
	$*0,8$	<b>0,016</b>	
T=100%		WACC syss =	<b>0,062</b>

**Indirekt C-f värdering**

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Terminlavärde	
FKFF WACC 6,2%	120 988	145 894	162 328	184 450	189 492	196 314	
	0,9418	0,8870	0,8354	0,7867	0,7410	0,0258	
	<b>113 947</b>	<b>129 406</b>	<b>135 602</b>	<b>145 115</b>	<b>140 405</b>		=
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>664 475</b>						7 609 777
							x 0,7410
							= <b>5 638 496</b>
Prognosperiod	664 475						
Terminalvärde	5 638 496						
Överlikviditet	-						
<b>Summa Företagsvärde</b>	<b>6 302 971</b>						
-Lån	110 133						
<b>Summa Aktievärde</b>	<b>6 192 838</b>						
Antal aktier	21 896						
<b>Pris per aktier</b>	<b>283</b>						

## **18 Slutsatser Statoil utifrån SRI-analys**

*Slutsatserna presenteras i uppsatsens följande avsnitt "Resultat Företagsvärdering" och "Analys och tolkning" samt "Slutsatser".*

## **Bilaga 6**

Värdering WM-DATA utifrån en  
Fundamental analys

# Innehållsförteckning

1	FÖRETAGETS HISTORIK OCH NUVARANDE VERKSAMHET .....	3
2	STYRELSE, LEDNINGSGRUPP OCH ORGANISATION .....	3
2.1	<i>Ledning</i> .....	3
2.2	<i>Styrelse</i> .....	3
2.3	<i>Personalpolitik</i> .....	4
3	TJÄNSTER OCH PRODUKTER .....	4
4	FORSKNING OCH UTVECKLING .....	4
5	INVESTERINGAR .....	4
6	FAKTISKA OCH POTENTIELLA MARKNADER .....	5
6.1	<i>Försäljningssiffror för marknaden 2005</i> .....	5
7	KONKURRENSANALYS .....	5
8	BRANSCHANALYS .....	5
8.1	<i>Graden av konkurrens bland existerande företag</i> .....	5
8.2	<i>Hot från nya aktörer</i> .....	5
8.3	<i>Substitut</i> .....	5
8.4	<i>Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka</i> .....	5
9	SAMHÄLLSEKONOMISK UTVECKLING .....	6
10	SWOT-ANALYS .....	6
10.1	<i>Styrkor</i> .....	6
10.2	<i>Svagheter</i> .....	6
10.3	<i>Möjligheter</i> .....	7
10.4	<i>Hot</i> .....	7
11	REDOVISNINGSANALYS .....	7
11.1	<i>Redovisningsprinciper</i> .....	7
11.2	<i>Noter</i> .....	7
12	FINANSIELL ANALYS .....	7
13	ANTAGANDEN .....	9
14	ANALYS AV PROFORMA .....	11
15	SLUTSATSER WM-DATA .....	14

# 1 Företagets historik och nuvarande verksamhet

WM-data grundades år 1969 och är ett av nordens ledande IT-företag med en omsättning på drygt 10 000 MSEK och 9 000 medarbetare. De verkar i samtliga nordiska länder samt Estland och Polen. WM-data specialiserar sig på verksamheter inom branscherna; bank och försäkring, industri, telekom, lager/distribution, offentlig sektor och samhällsservice (energi, vatten och miljö). WM-data arbetar efter visionen att vara förstahandsvalet för kunderna inom dessa segment genom affärsidén att effektivt integrera IT och affärer. Företagets strategi är att ha förståelse för kundernas affär och verksamhet.

För kommande år har WM-data b.l.a. målet att fortsätta växa, främst genom organisk tillväxt. Det ska ske genom fortsatt fokus på branschorienterade lösningar för valda kundsegment. Det vill ta ytterligare steg mot det långsiktiga målet om en vinstmarginal på tio procent. Det ska nås genom fortsatt standardisering och industrialisering av deras tjänster. WM-data tror på en ökad efterfrågan på nyinvesteringar inom IT-sektorn då flertalet av investeringarna som skedde runt millenniumskiftet har skrivits av då.

Den 21 augusti 2006 offentliggjorde det internationella IT-företaget LogicaCMG, avsikten att förvärva WM-data. För att affären skulle kunna genomföras behövde LogicaCMGs och WM-datas aktieägare ge sitt godkännande. Den sista september 2006 var detta ännu inte genomfört men extra bolagsstämmor är inplanerade i oktober och affären förväntas gå igenom. Budet låg på 11,9 miljarder kronor. Vilket motsvarade 27,75 kronor per aktie den 21 augusti, en premie på cirka 17 procent. Det innebär i realiteten att LogicaCMG förvärvar WM-data. WM-data kommer då att ingå i en större koncern men kommer att fortsätta att operera under varumärket WM-data.

## 2 Styrelse, ledningsgrupp och organisation

### 2.1 Ledning

WM-datas organisation är uppbyggd efter en landstruktur. Varje lands verksamhet är uppbyggd efter branscher. Inom WM-data ingår även den fristående enheten Caran som är företagets design- och produktutvecklingsverksamheten. Ledningen för varje land och Caran har ett rapporteringsansvar till koncernchefen. I koncernledningen ingår CEO, CFO, VD för respektive land samt VD för Infra Solutions AB. Trots att WM-data stödjer olika jämställdhetsprogram består alla medlemmar i ledningen av män.

<u>Ledningsgruppens sammansättning</u>	<u>Post</u>
Crister Stjernfelt	Vd och CEO
Rickard Petri	CFO
Stefan Gardefjord	VD WM-data Sverige
Seppo Matikainen	VD WM-data Finland
Jesper Scharff	VD WM-data Danmark
Tor Malmo	VD WM-data Norge
Toomas Saarsen	VD WM-data Estland
Johan Ripe	VD Infra Solutions

### 2.2 Styrelse

WM-datas styrelse består sedan 2002 av sju ledamöter som är valda av bolagsstämman och tre suppleanter som är valda av medarbetarna. Vd är inte ledamot i styrelsen. Styrelsen uppfyller kraven om oberoende enligt såväl Svensk kod för bolagsstyrning som Stockholmsbörsens noteringsavtal.

<u>Styrelsesammansättning</u>	<u>Post</u>	<u>Invald</u>
Börje Ekholm	Ordförande	2002
Thord Wilkne	Vice Styrelseordförande	1969
Jonas Fredriksson	Styrelseledamot	2001
Lisbeth Gustafsson	Styrelseledamot	2002
Hans Mellström	Styrelseledamot	1969

Gündor Rentsch	Styrelseledamot	1996
Lars Wedenborn	Styrelseledamot	2002
Bo Bjarnetoft	Suppleant	2003
Gunnel Johansson	Suppleant	2000
Hans Mild	Suppleant	1999
Ove Strömberg	Suppleant	1996
Johan Öhrsvik	Suppleant	2005
Elisabeth Bull	Suppleant	2005

Flertalet styrelsemedlemmar har en gedigen bakgrund och erfarenhet från tidigare styrelsearbeten och finansiella verksamheter i större aktiebolag. Åldersmässigt har bolaget en bra sammansättning av styrelsemedlemmarna. Ett av WM-datas segment är industrisektorn. I styrelsen saknas det dock tidigare erfarenhet från denna bransch vilket är en svaghet.

## 2.3 Personalpolitik

En av de avgörande faktorerna för att WM-data ska lyckas är att kunna leverera kvantitet på ett effektivt sätt. Det är alltmer vanligare med att WM-datas kunder vill att de ska inneha ett totalåtagande av kundens IT-avdelning. Det ställer höga krav på personalen. Det kräver att WM-data satsar på vidareutveckling utav personalens kompetens. Företaget anser själva att personalens kompetensutveckling är en förutsättning för ökad service, kvalitet och effektivitet. WM-data har därför upprättat "WM-data boken" där medarbetaren får del av koncernens vision, strategi, mission, affärsidé och värderingar. Den innehåller även en beskrivning av verksamheten och de regler/policies som gäller för verksamheten.

Då WM-data är ett tjänsteföretag är personalen och dess kompetens livsnödvändig för företagets prestationer. Personalpolitiken borde därför vara en självklar strategi för framgång vilket inte är uttalat klart och tydligt efter att all information om bolaget har studerats. Det är en brist.

## 3 Tjänster och produkter

WM-datas huvudsyfte med sina tjänster är att effektivisera för sina kunder genom att integrera IT och affärer och på så sätt öka deras konkurrenskraft. WM-data specialiserar sig på att skräddarsy paketlösningar med deras produkter efter kundens behov. Bland produkterna erbjuder WM-data bl.a. betalsystem, logistiksystem och system för samordning av verksamheten. Det fristående företaget Caran erbjuder kompletta resurser för design, konstruktion och avancerad prototypstillverkning, men även för utveckling av produktionsmetoder och verksamhetsstöd.

## 4 Forskning och utveckling

Eftersom WM-data skräddarsyr unika lösningar till sina kunder bedriver de en fortlöpande utveckling av deras program samt ett nyskapande av mjukvara. Åtskilliga kunder hos WM-data efterfrågar produkter som kan standardisera deras verksamhet. Därför satsar WM-data stora resurser på framtaganden av stora standardiserade system. IT-branschen präglas av utveckling och det är nödvändigt att WM-data kontinuerligt uppdaterar sina befintliga produkter samt utvecklar nya produkter. En av WM-datas styrkor är att de håller en hög utvecklingsnivå på deras produkter.

## 5 Investeringar

WM-data ser investeringsmöjligheter i Polen och Estland som har en kraftig tillväxt med snabba strukturella förändringar. Det gynnar företag som verkar lokalt och kan anpassa sina lösningar efter kunden. I Norden ser WM-data att marknaden inte kommer att behålla samma höga tillväxt som tidigare år. Det beror på att kunderna i större utsträckning efterfrågar standardiserade och industrialiserade lösningar istället för unika lösningar. Tillväxten bedöms ändå att vara normal i jämförelse med andra branscher eftersom företag och organisationer fortsätter att efterfråga allt mer offensiva IT-investeringar för att öka konkurrens- och verkningskraften snarare än bara en kostnadsreduktion. Dessutom sker ett generationsskifte av teknologi inom IT-sektorn då många investeringar och lösningar som skett inför millenniumskiftet når sina ekonomiska och tekniska livslängder. Det medför en positiv och gynnsam efterfrågan på nya investeringar.

## 6 Faktiska och potentiella marknader

WM-data är aktiv på IT-marknaden. Marknaden har gått ifrån en teknologidrivna tillväxtbransch till en mer traditionell serviceindustri. Det betyder att kunskapen om hur tekniken används blir viktigare än tekniken i sig. WM-datas hemmamarknad är Sverige, Norge, Danmark, Finland och Baltikum. På denna marknad existerar huvudsakligen små och medelstora företag. De är nyetablerade i Polen och Estland, som har stark tillväxt inom IT-marknaden.

### 6.1 Försäljningssiffror för marknaden 2005

Land	Omsättning MSEK	Antal anställda
Sverige	5 740	5 475
Norge	305	270
Danmark	875	725
Finland	2 470	2 405
Estland	<i>Ej redovisat</i>	<i>Ej redovisat</i>
Polen	<i>Ej redovisat</i>	<i>Ej redovisat</i>

## 7 Konkurrensanalys

WM-data konkurrerar genom en fokuseringsstrategi. Fokuseringen sker på ett fåtal segment, exempelvis offentlig sektor, bank och försäkring. WM-datas produkter skiljer sig inte nämnvärt gentemot deras konkurrenter. En styrka som de har är att de har ett brett utbud.

## 8 Branschanalys

Tendensen på marknaden är att kunderna söker färre och starkare leverantörer. Då står sig WM-data starkt i konkurrens mot de mindre aktörerna eftersom de har cirka tio procent av den nordiska IT-marknaden. I Sverige är de en av de största IT-leverantörerna. Branschen ses som lönsam trots ökat konkurrensstryck och pressade priser.

### 8.1 Graden av konkurrens bland existerande företag

Konkurrensen på IT-marknaden är hård och kampen om marknadsandelarna är intensiv. WM-data och TietoEnator är störst på sina respektive hemmamarknader. Båda är stora företag med brett utbud. Branschen i övrigt består av ett fåtal större aktörer som utmanas av små företag. I Norge möts WM-data av konkurrens från EDB Business Partner som har en stark ställning. I Finland är Fujitsu starka. I Sverige består konkurrensen av medelstora företag som t.ex. HIQ, Cybercom, Mandator och KnowIT.

### 8.2 Hot från nya aktörer

WM-data tror inte på ökad konkurrens från de stora internationella aktörerna eftersom den nordiska marknaden anses för liten. Konkurrensen från nya småaktörer är inte heller något större hot för WM-datas del. De har varit etablerade sedan 1969 och har redan stora marknadsandelar med gott rykte.

### 8.3 Substitut

Det råder ständigt ett hot av ny mjukvara och IT-lösningar. WM-data följer dock utvecklingen exemplariskt då de bedriver en ständig egen utveckling. De har även ett gott samarbete med Microsoft. Stora delar av lösningarna är baserade på komponenter från Microsoft, vilket även kan vara en nackdel. Inom den närmsta framtiden kommer det inte att finnas ett substitut för IT-lösningar.

### 8.4 Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka

Köparna har de senaste åren fått en starkare position i jämförelse med perioden före det att IT-bubblan sprack. De överpriser som säljarna tidigare kunde ta ut har normaliserats till vanliga arvoden för konsulter. Däremot har säljarna fortfarande en stark ställning då de har utvecklat de rådande systemen som används.

## 9 Samhällsekonomisk utveckling

Den samhällsekonomiska utveckling som påverkar IT-branschen kan sammanfattas i följande punkter:

- Övergång till informationssamhälle.
- Ökad internationalisering.
- Ökad produktion i lågkostnadsländer.
- Ökad ekonomisk tillväxt på nya marknader

De mest omvälvande ändringarna i omvärlden och de starkaste drivkrafterna bakom efterfrågan på IT-tjänster hänger samman med övergången till informationssamhället. Effektiva IT-lösningar blir mer och mer integrerat med vardagen. Företagen efterfrågar IT-lösningar inte enbart för att minska kostnaderna utan även för att använda det som en konkurrensfördel. Det sker därför en omvandling till ett samhälle där datorintensiva produkter och tjänster, som innehåller omfattande datamängder kommer att produceras, distribueras och konsumeras elektroniskt via informationsnätverk. Produktionen och distributionen av fysiska produkter styrs även dessa redan till stor del via nätverk och i framtiden kommer dessa att bilda den grundläggande infrastrukturen för alla kärn- och stödprocesser som kan digitaliseras. Produktion och konsumtion går över från fysiska till elektroniska nätverk eftersom de senare hjälper kunderna att få produkter och tjänster snabbare, billigare, säkrare och med lägre miljöbelastning. Programvara och tjänster utvecklas i stor skala både för servrar och för terminaler. När produkter och tjänster blir digitala, kommer även produktutvecklingen att digitaliseras. Forsknings- och utvecklingsrelaterad systemutveckling är en växande sektor inom systemkonstruktion och integration.

Andra större externa processer som påverkar WM-datas arbete är den ekonomiska integrationen i.o.m. en ökad internationalisering. Det innebär en ökad global konkurrens för IT-företagen som innebär att företagen ökar produktionen i lågkostnadsländer. En kombination av tillverkning på plats och produktion i lågkostnadsländer kommer därför antagligen att ingå i tjänsteerbjudandena från de större IT-leverantörerna. Den ökade internationaliseringen för även med sig att företa kan etablera sig på nya tillväxtmarknader.

Polen är det mest intressanta tillväxtområdet för WM-data. Det beror på att de har en expansiv ekonomisk tillväxt och en stor efterfrågan på IT-integration. På hemmamarknaden går tendensen i riktning mot en "mogen" marknad, dvs. det finns färdiga lösningar och ett behov av förvaltning men det finns även en rådande acceptans och förståelse av nya lösningar. Ett problem för WM-data vid etableringen i Polen har varit att kunderna oftast söker lokala samarbetspartners. Därför har det varit svårt att etablera sig. Detsamma gäller vid etableringen i Estland. Då den teknologiska utbredningen inte är lika stor i Polen och Estland som på hemmamarknaden finns det stora chanser till en utökning utav marknadsandelarna. Just nu är det en rådande högkonjunktur som avspeglas i en positiv inställning till investeringar vilket gynnar WM-data. Dessutom med den tillväxt inom BNP som sker i Baltikum och Polen torde leda till en fortsatt hög tillväxt för WM-data.

## 10 SWOT-analys

### 10.1 Styrkor

- Fusion med LogicaCMG – del av en större internationell koncern.
- Starkt varumärke – etablerade sedan 1969.
- Stor differentiering.
- Klart fokus på sina segment
- En av de största aktörerna på hemmamarknaden.

### 10.2 Svagheter

- Beroende av samarbetet med Microsoft.
- Stor byråkratisk organisation – mindre flexibilitet, beslut tar längre tid.
- Samordning mellan olika divisionerna.
- Oklar ledning efter fusion.
- Oklar satsning på personalen.

## 10.3 Möjligheter

- Etableringen i Polen och Estland – stark tillväxtmarknad.
- Efterfrågan på effektivare IT-lösningar.
- Torde ske nyinvesteringar då investeringar som skett runt millenniumskiftet är avskrivna.
- Ekonomisk tillväxt – högkonjunktur.

## 10.4 Hot

- Tidigare etablerade IT-lösningar.
- Växande efterfrågan på standardiserade lösningar och förvaltning.
- Generellt pressade priser i branschen.

# 11 Redovisningsanalys

## 11.1 Redovisningsprinciper

Sedan den 1 januari 2005 tillämpar WM-data den internationella redovisningsstandarden IFRS. Redovisningen baseras på det historiska anskaffningsvärdet med undantag för finansiella derivatainstrument, finansiella tillgångar som kan säljas och finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen. Vissa tillgångar och skulder redovisas till verkligt värde.

## 11.2 Noter

### 11.2.1 Valutadifferenser

Koncernredovisningen för WM-data redovisas i SEK. Varje balans- och resultaträkning för dotterbolagen omräknas enligt dagskursmetoden. Det kan leda till enorma effekter på skuldernas och tillgångarnas värdering.

### 11.2.2 Varulager

Varulagret redovisas efter nettoförsäljning. Till det uppskattade värdet av försäljningen vid normala förhållanden minus de kostnader som krävs för att genomföra försäljningen. Det innebär att vissa lager poster blir undervärderade eller i värsta fall övervärderade.

### 11.2.3 Goodwill

För att beräkna värdet av Goodwill väljer WM-data att genomföra en nuvärdesberäkning utav Goodwillposterna efter budgeterad/förväntad tillväxt för nästkommande år samt en genomsnittlig historisk tillbakablick för att få tillväxten under kommande år. Samma metod används för att sedan bestämma nedskrivningarna av Goodwill.

# 12 Finansiell analys

Den finansiella analysen kommer att baseras på nyckeltal från WM-datas årsredovisning.

## 12.1.1 Soliditet

Soliditeten anger företagets finansiella styrka och är ett mått på företagets långsiktiga överlevnadsförmåga. Ett vanligt riktmärke är att soliditeten ska vara mellan 30 och 40 procent.

Soliditeten har de senaste fem åren varit; 35, 43, 43, 28, 41, alla siffror i procent. Det ger en genomsnittlig soliditet på 38 procent. Det kan ses som en god soliditet i genomsnitt. Om företaget vill expandera genom förvärv i Polen och Estland bör ett högre soliditetsmål sättas. Om det sista kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 studeras så har WM-data en soliditet på 44 procent.

## 12.1.2 Räntabilitet på totalt kapital

Är ett mått på WM-datas lönsamhet. Mättet anger i vilken utsträckning avkastningen blir på ägarnas satsade kapital. Räntabiliteten för totalt kapital fås genom att addera ihop resultat efter finansiella poster och räntekostnader. Sedan divideras summan med det genomsnittliga totala kapitalet. Den genomsnittliga räntabiliteten på totalt kapital för de fem senaste åren, efter

justering av extremavärden är 6,05. Om det sista kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 studeras så har WM-data en räntabilitet på 10 procent.

### **12.1.3 Räntabilitet på eget kapital**

Räntabiliteten på eget kapital är även det ett mått på lönsamhet och definieras som ovan. För det egna kapitalet har WM-data en genomsnittlig räntabilitet på 4 procent.

### **12.1.4 Kassalikviditeten**

Kassalikviditeten anger företagets förmåga att betala de kortfristiga skulderna. Nyckeltalet beräknas genom att summa omsättningstillgångar minus varulager divideras med summa kortfristiga skulder. Den bör vara minst 100 procent för att klara av alla kortfristiga skulder. WM-data har en kassalikviditet på 106 procent.

### **12.1.5 Vinstmarginal**

Vinstmarginalen visar hur mycket företaget får varje krona i omsättning. Den beräknas genom att resultatet före finansiella poster plus finansiella intäkter divideras med omsättningen. WM-data har en vinstmarginal på 6 procent. Vilket är en dålig siffra.

### **12.1.6 Ränteteckningsgrad**

Detta mått beräknas genom att resultatet efter finansnetto plus finansiella kostnader divideras med de finansiella kostnaderna. Måttet visar hur många gånger företagets resultat kan betala räntorna på de långfristiga lånen. Ränteteckningsgraden bör överstiga 3,5 och WM-data uppnår en genomsnittlig täckningsgrad justerad för extrema värden på 6,2.

## 13 Antaganden

Trots en god efterfrågan och en stark konjunktur tror WM-data på en mindre efterfrågan för kommande år. Det beror på en fortsatt prispress och ökad efterfrågan på underhåll av befintliga system och inte efter nyinvesteringar. I Polen och Estland existerar en stor efterfrågan på nyinvesteringar, dock är WM-data mindre aktörer på denna marknad men beräknas få en del av kakan.

Utifrån tidigare analyser har jag antagit följande om WM-datas framtid. Antaganden tar inte hänsyn till en fusionen mellan WM-data och LogicaCMG utan gäller endast WM-data.

- **Bankräntan 5 %** - i årsredovisningen anges att WM-data har en fast ränta för de kommande fem åren. Jag har antagit en ränta på fem procent då en fast ränta oftast ligger lite högre än rörlig då det sker korrigeringar för eventuella räntehöjningar.
- **Soliditet SYSS 38%**: - för att få fram soliditetsmålet har jag tagit soliditeten mellan åren 2001-2005 och räknat ut genomsnittet. Genomsnittet blev 38 procent.
- **Evig tillväxt efter prognosperioden 4 %** - Jag har antagit tillväxttakten till lite högre än genomsnitt. Det beror på att företaget vinner andelar på nya tillväxtmarknader.
- **Tillväxttakt för nettoomsättningen 15 %** - den genomsnittliga tillväxten för nettoomsättningen de senaste tre åren har varit 19,1 procent. Jag tror däremot på en liten minskning och antar en tillväxttakt på 15 procent.
- **Rörelsens kostnader 6 %** - I genomsnitt har rörelsens kostnader ökat med 6 procent de senaste åren. Enligt förhållandet omsättning/kostnader motsvarar en ökning för nettoomsättningen med ett (1) en ökning för rörelsens kostnader med 0,5.
- **Avskrivningar 10 %** - Ett sammanvägt genomsnitt av avskrivningarna mellan år 2001-2005.
- **Investeringar år 0** - 1633 MSEK har skett under 2005, vilket är hämtat från årsredovisningen.
- **Investeringstillväxt 20 %** - WM-data satsar stort på Polen och Estland torde investera i anläggningar och materiell i en större utsträckning.
- **Oblighetsränta (riskfri ränta) 6 procent** – enligt Dagens Nyheter den 20 september 2006.
- **Generell riskpremie – 5 %**
- **Betavärde för aktien 1** – Inget betavärde har erhållits därför har det satts till ett (1).
- **Inlåningsränta 4 %** – den genomsnittliga räntan, utifrån ränteintäkter dividerat med kassa/bank är 5 procent. Då det inte preciserats i noterna om det rör sig om ränteintäkter från banken eller ränteintäkter från obetalda fakturor har räntan uppskattats till 4 procent.
- **Skattesats 28 %** – Jag har antagit en schablonskatt på 28 procent. Det vill säga bolagskatten i Sverige. WM-datas skattesats har varit låg de senaste åren. År 2005 var den effektiva skattesatsen 24 procent, år 2004 var den 33 procent och år 2003 25 procent. Ackumulerat per den sista september 2006 är den 42 procent.
- **Operativt kassabehov 15 %** – Generellt behövs 3 procent av omsättningen i kassabehov för att klara att driva verksamheten. Då WM-data satsar offensivt med investeringar och tar stora risker krävs det en större kassa än 3 procent. Jag antar att de krävs cirka 15 procent.
- **Rörelsekapital ökar med 6 % per år** – Omsättningen enligt mitt antagande ovan har ökat med 15 procent per år. Jag tror inte att kostnaden för rörelsekapital ökar i samma takt. Därför har jag antagit en lägre ökad kostnad på rörelsekapital.
- **Amorteringar 10 % per år** – uppgiften är hämtad ifrån årsredovisningen

## 14 Analys av proforma

<b>Resultaträkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>	
Nettoomsättning		9 365	10 770	12 385	14 243	16 379	17 035
Rörelsens kostnader		-8 629	-9 147	-9 696	-10 277	-10 894	-11 548
Avskrivningar		-389	-428	-471	-518	-570	-626
<b>Rörelseresultat</b>		<b>347</b>	<b>1 195</b>	<b>2 219</b>	<b>3 448</b>	<b>4 916</b>	<b>4 861</b>
Finansiellaintäkter		220	42	69	80	92	100
Finansiellakostnader		-275	-145	-258	-330	-418	-521
<b>Resultat före skatt</b>		<b>292</b>	<b>1 093</b>	<b>2 031</b>	<b>3 198</b>	<b>4 590</b>	<b>4 440</b>
Skatt		-122	-306	-569	-895	-1 285	-1 243
<b>Nettoresultat</b>		<b>170</b>	<b>787</b>	<b>1 462</b>	<b>2 302</b>	<b>3 304</b>	<b>3 197</b>

<b>Balansräkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>4 424</b>	<b>5 956</b>	<b>7 837</b>	<b>10 142</b>	<b>12 959</b>	<b>16 397</b>
Överlikviditet		-	-	-	-	-
Varulager	13	13	14	15	16	17
Kundfordringar	2 408	2 552	2 705	2 867	3 040	3 222
Övriga kortfristiga fordringar	88	93	99	105	111	118
Övriga omsättningstillgångar	252	267	283	300	318	337
Likvida medel	486	1 615	1 858	2 136	2 457	2 555
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3 246</b>	<b>4 541</b>	<b>4 959</b>	<b>5 424</b>	<b>5 942</b>	<b>6 249</b>
<b>S:a Tillgångar</b>	<b>7 670</b>	<b>10 497</b>	<b>12 797</b>	<b>15 566</b>	<b>18 901</b>	<b>22 646</b>
Ingående eget kapital	3 174	1 974	2 099	2 233	2 415	3 858
Årets resultat	170	787	1 462	2 302	3 304	3 197
<b>S:a Eget kapital</b>	<b>3 344</b>	<b>2 761</b>	<b>3 561</b>	<b>4 535</b>	<b>5 720</b>	<b>7 055</b>
Lån	1 272	1 145	1 030	927	835	751
Finansieringsbehov	5	3 360	4 780	6 472	8 498	10 760
Ej räntebärande skulder	3 049	3 232	3 426	3 631	3 849	4 080
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>	<b>7 670</b>	<b>10 497</b>	<b>12 797</b>	<b>15 566</b>	<b>18 901</b>	<b>22 646</b>

<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>4 621</b>	<b>7 265</b>	<b>9 371</b>	<b>11 935</b>	<b>15 052</b>	<b>18 566</b>
Utdelning	1 370	662	1 328	2 120	1 861	7 055

### Nyckeltal

<i>Soliditet</i>	44%	26%	28%	29%	30%	31%
<i>Soliditet syss</i>	72%	38%	38%	38%	38%	38%
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>	44%	26%	46%	57%	64%	50%
<i>Räntetäckningsgrad</i>	0,26	7,27	7,61	9,44	10,75	8,33
<i>Räntabilitet på totalt kapital</i>	10%	12%	17%	23%	27%	21%
<i>Kassalikviditet</i>	106%	141%	145%	149%	154%	153%
<i>Vinstmarginal</i>	6%	7%	12%	16%	20%	19%

<b>Kassaflödesanalys</b>	<b>ÅR 1</b>	<b>ÅR 2</b>	<b>ÅR 3</b>	<b>ÅR 4</b>	<b>ÅR 5</b>
Redovisat Resultat (Nettoresultat)	787	1 462	2 302	3 304	3 197
+Avskrivningar	428	471	518	570	626
+ <i>Räntekostnad efter skatt</i>	104	186	238	301	375
-/+Kundfordringar	-144	-153	-162	-172	-182
-/+Lager	-1	-1	-1	-1	-1
-/+Kortfristiga skulder	3 012	3 384	3 562	3 769	3 988
-/+Likvida medel	-1 130	-242	-279	-320	-98
<b>A Kassaflöde från rörelsen</b>	<b>3 056</b>	<b>5 106</b>	<b>6 178</b>	<b>7 451</b>	<b>7 905</b>
- Investeringsverksamhet	-1 960	-2 352	-2 822	-3 387	-4 064
<b>B Fritt Kassaflöde till företaget FKFF</b>	<b>1 096</b>	<b>2 754</b>	<b>3 356</b>	<b>4 064</b>	<b>3 841</b>

**Beräkningar**

CAPM= $r_e=r_f+(R_m-r_f)*\text{Beta}$	$R_e=0,06+(0,05*1,00)$		
MRP=( $R_m-r_f$ )		CAPM =	<b>0,110</b>
WACC <sub>syss</sub>			
E=38%	$0,38*0,11$	<b>0,042</b>	
S = 62%	$0,62*(0,05*0,72)$	<b>0,022</b>	
T=100%		WACC syss =	<b>0,064</b>

**Indirekt C-f värdering**

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Terminlavärde		
FKFF WACC 6,4%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 841	3 994		
	0,9397	0,8831	0,8299	0,7799	0,7329	0,0241		
	<b>1 030</b>	<b>2 432</b>	<b>2 785</b>	<b>3 170</b>	<b>2 815</b>		=	165 607
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>12 231</b>						x	0,7329
							=	<b>121 374</b>
Prognosperiod	12 231							
Terminalvärde	121 374							
Överlikviditet	-							
<b>Summa Företagsvärde</b>	<b>133 605</b>							
-Lån	1 272							
<b>Summa Aktievärde</b>	<b>132 333</b>							
Antal aktier	3 141							
<b>Pris per aktier</b>	<b>42,13</b>							

## **15 Slutsatser WM-data**

*Slutsatserna presenteras i uppsatsens följande avsnitt "Resultat Företagsvärdering" och "Analys och tolkning" samt "Slutsatser".*

## **Bilaga 7**

Värdering WM-DATA utifrån en  
SRI-analys

# Innehållsförteckning

1	FÖRETAGETS HISTORIK OCH NUVARANDE VERKSAMHET .....	3
2	- TRENDER OCH RISKER UTIFRÅN ETT SOCIALT- EKONOMISKT- OCH ETT MILJÖPERSPEKTIV .....	3
3	DRIVKRAFTER I IT-BRANSCHEN .....	3
3.1	2.1.2 Direkta drivkrafter för efterfrågan .....	4
4	STYRELSE, LEDNINGSGRUPP OCH ORGANISATION .....	4
4.1	Ledning .....	4
4.2	Styrelse .....	4
4.3	Personalpolitik .....	5
4.4	Uppförandekod, bolagsstyrning, företagsledningens agerande och risk- och krishantering .....	5
5	TJÄNSTER OCH PRODUKTER .....	5
6	FORSKNING OCH UTVECKLING .....	6
7	INVESTERINGAR .....	6
8	FAKTISKA OCH POTENTIELLA MARKNADER .....	6
8.1	Försäljningssiffror för marknaden 2005 .....	6
9	STRATEGI FÖR MILJÖ OCH KLIMAT .....	6
10	KONKURRENSANALYS .....	7
11	BRANSCHANALYS .....	7
11.1	Graden av konkurrens bland existerande företag .....	7
11.2	Hot från nya aktörer .....	7
11.3	Substitut .....	7
11.4	Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka .....	7
11.5	Hur lyckas WM-data möta de risker och trender som identifierats i omvärldsanalysen? .....	7
12	SWOT-ANALYS .....	8
12.1	Styrkor .....	8
12.2	Svagheter .....	8
12.3	Möjligheter .....	8
12.4	Hot .....	9
13	REDOVISNINGSANALYS .....	9
13.1	Redovisningsprinciper .....	9
13.2	Noter .....	9
14	FINANSIELL ANALYS .....	10
15	ANTAGANDEN .....	11
16	ANALYS AV PROFORMA .....	13
17	SLUTSATSER WM-DATA .....	19

# 1 Företagets historik och nuvarande verksamhet

WM-data grundades år 1969 och är ett av nordens ledande IT-företag med en omsättning på drygt 10 000 MSEK och 9 000 medarbetare. De verkar i samtliga nordiska länder samt Estland och Polen. WM-data specialiserar sig på verksamheter inom branscherna; bank och försäkring, industri, telekom, lager/distribution, offentlig sektor och samhällsservice (energi, vatten och miljö). WM-data arbetar efter visionen att vara förstahandsvalet för kunderna inom dessa segment genom affärsidén att effektivt integrera IT och affärer. Företagets strategi är att ha förståelse för kundernas affär och verksamhet.

För kommande år har WM-data b.l.a. målet att fortsätta växa, främst genom organisk tillväxt. Det ska ske genom fortsatt fokus på branschorienterade lösningar för valda kundsegment. Det vill ta ytterligare steg mot det långsiktiga målet om en vinstmarginal på tio procent. Det ska nås genom fortsatt standardisering och industrialisering av deras tjänster. WM-data tror på en ökad efterfrågan på nyinvesteringar inom IT-sektorn då flertalet av investeringarna som skedde runt millenniumskiftet har skrivits av då.

Den 21 augusti 2006 offentliggjorde det internationella IT-företaget LogicaCMG, avsikten att förvärva WM-data. För att affären skulle kunna genomföras behövde LogicaCMGs och WM-datas aktieägare ge sitt godkännande. Den sista september 2006 var detta ännu inte genomfört men extra bolagsstämmor är inplanerade i oktober och affären förväntas gå igenom. Budet låg på 11,9 miljarder kronor. Vilket motsvarade 27,75 kronor per aktie den 21 augusti, en premie på cirka 17 procent. Det innebär i realiteten att LogicaCMG förvärvar WM-data. WM-data kommer då att ingå i en större koncern men kommer att fortsätta att operera under varumärket WM-data.

## 2 - Trender och risker utifrån ett socialt-ekonomiskt- och ett miljöperspektiv

Samhället står inför nya utmaningar och risker när det gäller den ekonomiska, sociala och miljömässiga utvecklingen. Tre globala trender kommer att förändra IT-branschen. Dessa är:

- Miljöförändringar
- Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter
- Ökat krav på transparens för företagen.<sup>1</sup>

Den första trenden kommer inte att påverka IT-branschen som de två andra trenderna gör. De två sistnämnda påverkar redan idag IT-branschen genom t.ex. nya riktlinjer för bolagsstyrning och ett ökat krav på satsning på humankapital. Det innebär att IT-branschen står inför ett fundamentalt förändringsbehov. Det är speciellt viktigt att WM-data har en långsiktig strategi för hur de ska kunna utveckla och behålla kompetent personal och hur de ska kunna attrahera kompetent personal med erfarenhet. I och med att WM-data satsar expansivt i Baltikum och Estland är det även viktigt att de ser till att personalen i dessa länder behandlas på samma sätt som personalen i de nordiska länderna. Till sist är det viktigt att de levererar den information som investerare och intressenter kräver på ett öppet och transparent vis.

## 3 Drivkrafter i IT-branschen

Det är främst trenden "Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter" som påverkar IT-branschen.

---

<sup>1</sup> Se Bilaga 3, Värdering av Lundin Petroleum utifrån SRI för en beskrivning av trenderna. Det är enbart ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter samt ökat krav på transparens för företagen som är intressant för WM-data

### 3.1 2.1.2 Direkta drivkrafter för efterfrågan

Trycket för en förändring av IT-branschen är inte lika stark som den var på slutet av nittioalet. Branschen präglas idag av stagnation och mognad. IT-lösningar ingår i alla samhällets och företagens processer och kunderna kräver därför mer effektiva IT-lösningar som ska vara integrerat med vardagen. Kunderna efterfrågar IT-lösningar inte enbart för att minska kostnaderna utan även för att använda det som en konkurrensfördel. Tillförlitligheten ska av de levererade tjänsterna ska vara hög. Efterfrågan karaktäriseras av service och kvalitet till ett billigt pris. Prispressen gör att företagen måste standardisera sina lösningar.

Förändringarna ställer höga krav på IT-företagens personal. De behöver inte bara kunna leverera teknik utan även ha kunskap om teknologin och förståelse om kundernas verksamhet. Det företag som har den bästa kunskapen om respektive verksamhet de verkar i och kan leverera den bästa integrerade lösningen till ett bra pris kommer att kunna konkurrera ut de andra företagen.

Polen är det mest intressanta tillväxtområdet för WM-data. Det beror på att de har en expansiv ekonomisk tillväxt och en stor efterfrågan på IT-integration. På hemmamarknaden går tendensen i riktning mot en "mogen" marknad, dvs. det finns färdiga lösningar och ett behov av förvaltning men det finns även en rådande acceptans och förståelse av nya lösningar. Ett problem för WM-data vid etableringen i Polen har varit att kunderna oftast söker lokala samarbetspartners. Därför har det varit svårt att etablera sig. Detsamma gäller vid etableringen i Estland. Då den teknologiska utbredningen inte är lika stor i Polen och Estland som på hemmamarknaden finns det stora chanser till en utökning utav marknadsandelarna. Just nu är det en rådande högkonjunktur som avspeglas i en positiv inställning till investeringar, vilket gynnar WM-data. Dessutom med den BNP-tillväxt som sker i Baltikum och Polen borde företaget ha en fortsatt hög tillväxt för WM-data.

## 4 Styrelse, ledningsgrupp och organisation

### 4.1 Ledning

WM-datas organisation är uppbyggd efter en landstruktur. Varje lands verksamhet är uppbyggd efter branscher. Inom WM-data ingår även den fristående enheten Caran som är företagets design- och produktutvecklingsverksamheten. Ledningen för varje land och Caran har ett rapporteringsansvar till koncernchefen. I koncernledningen ingår CEO, CFO, VD för respektive land samt VD för Infra Solutions AB. Trots att WM-data stödjer olika jämställdhetsprogram består alla medlemmar i ledningen av män.

#### Ledningsgruppens sammansättning

Crister Stjernfelt  
Rickard Petri  
Stefan Gardefjord  
Seppo Matikainen  
Jesper Scharff  
Tor Malmo  
Toomas Saarsen  
Johan Ripe

#### Post

Vd och CEO  
CFO  
VD WM-data Sverige  
VD WM-data Finland  
VD WM-data Danmark  
VD WM-data Norge  
VD WM-data Estland  
VD Infra Solutions

### 4.2 Styrelse

WM-datas styrelse består sedan 2002 av sju ledamöter som är valda av bolagsstämman och tre suppleanter som är valda av medarbetarna. Vd är inte ledamot i styrelsen. Styrelsen uppfyller kraven om oberoende enligt såväl Svensk kod för bolagsstyrning som Stockholmsbörsens noteringsavtal.

#### Styrelsesammansättning

Börje Ekholm  
Thord Wilkne  
Jonas Fredriksson  
Lisbeth Gustafsson  
Hans Mellström  
Gündor Rentsch  
Lars Wedenborn  
Bo Bjarnetoft  
Gunnel Johansson  
Hans Mild

#### Post

Ordförande  
Vice Styrelseordförande  
Styrelseledamot  
Styrelseledamot  
Styrelseledamot  
Styrelseledamot  
Styrelseledamot  
Suppleant  
Suppleant  
Suppleant

#### Invald

2002  
1969  
2001  
2002  
1969  
1996  
2002  
2003  
2000  
1999

Ove Strömberg	Suppleant	1996
Johan Öhrsvik	Suppleant	2005
Elisabeth Bull	Suppleant	2005

Flertalet styrelsemedlemmar har en gedigen bakgrund och erfarenhet från tidigare styrelsearbeten och finansiella verksamheter i större aktiebolag. Åldersmässigt har bolaget en bra sammansättning av styrelsemedlemmarna. Ett av WM-datas segment är industrisektorn. I styrelsen saknas det dock tidigare erfarenhet från denna bransch, vilket kan ses som en svaghet.

### 4.3 Personalpolitik

En av de avgörande faktorerna för att WM-data ska lyckas är att kunna leverera kvantitet på ett effektivt sätt. Det är alltmer vanligare med att WM-datas kunder vill att de ska inneha ett totalåtagande av kundens IT-avdelning. Det ställer höga krav på personalen. Det kräver att WM-data satsar på vidareutveckling utav personalens kompetens. Företaget anser själva att personalens kompetensutveckling är en förutsättning för ökad service, kvalitet och effektivitet. WM-data har därför upprättat "WM-data boken" där medarbetaren får del av koncernens vision, strategi, mission, affärsidé och värderingar. Den innehåller även en beskrivning av verksamheten och de regler/policies som gäller för verksamheten.

Då WM-data är ett tjänsteföretag är personalen och dess kompetens livsnödvändig för företagets prestationer. Personalpolitiken borde därför vara en självklar strategi för framgång vilket inte är uttalat klart och tydligt efter att all information om bolaget har studerats.

### 4.4 Uppförandekod, bolagsstyrning, företagsledningens agerande och risk- och krishantering

#### 4.4.1 Uppförandekod

WM-data anser det viktigt att de i alla handlingar och relationer ta ansvar för hur de påverkar omvärlden och de medarbetare som arbetar i företaget. Aktörer i omvärlden identifierar de som kunder, leverantörer men även aktieägare och det samhälle som de verkar i. Hur företaget ska ta ansvar samlas under följande punkter:

- Affärsmoral och god affärssed
- Kvalitetsansvar
- Informationsansvar
- Jämställdhet
- Arbetsmiljö
- Miljö

#### 4.4.2 Bolagsstyrning

WM-data har sedan halvårsskiftet 2005 följt Svensk kod för bolagsstyrning. I årsredovisningen för 2005 nämns deras arbete med detta på följande sätt: *"... att hitta en bra balans inom denna fråga; att säkerställa god intern kontroll inom väsentliga områden utan att detta innebär ökad administration och därmed ökade kostnader"*.

Det kan tolkas som WM-data ser detta som en börda istället för att se möjligheterna med att använda den för verksamheten på ett effektivt sätt. I övrigt nämns inte hur de följer koden.

#### 4.4.3 Risk- och krishantering

WM-data beskriver inte vilka planer för risk- och krishantering som de har.

## 5 Tjänster och produkter

WM-datas huvudsyfte med sina tjänster är att effektivisera för sina kunder genom att integrera IT och affärer och på så sätt öka deras konkurrenskraft. WM-data specialiserar sig på att skraddarsy paketlösningar med deras produkter efter kundens behov. Bland produkterna erbjuder WM-data bl.a. betalsystem, logistiksystem och system för samordning av verksamheten. Det fristående företaget Caran erbjuder kompletta resurser för design, konstruktion och avancerad prototypstillverkning, men även för utveckling av produktionsmetoder och verksamhetsstöd.

## 6 Forskning och utveckling

Eftersom WM-data skräddarsyr unika lösningar till sina kunder bedriver de en fortlöpande utveckling av deras program samt ett nyskapande av mjukvara. Åtskilliga kunder hos WM-data efterfrågar produkter som kan standardisera deras verksamhet. Därför satsar WM-data stora resurser på framtaganden av stora standardiserade system. IT-branschen präglas av utveckling och det är nödvändigt att WM-data kontinuerligt uppdaterar sina befintliga produkter samt utvecklar nya produkter. En av WM-datas styrkor är att de håller en hög utvecklingsnivå på deras produkter.

## 7 Investeringar

WM-data ser investeringsmöjligheter i Polen och Estland som har en kraftig tillväxt med snabba strukturella förändringar. Det gynnar företag som verkar lokalt och kan anpassa sina lösningar efter kunden. I Norden ser WM-data att marknaden inte kommer att behålla samma höga tillväxt som tidigare år. Det beror på att kunderna i större utsträckning efterfrågar standardiserade och industrialiserade lösningar istället för unika lösningar. Tillväxten bedöms ändå att vara normal i jämförelse med andra branscher eftersom företag och organisationer fortsätter att efterfråga allt mer offensiva IT-investeringar för att öka konkurrens- och verkningskraften snarare än bara en kostnadsreduktion. Dessutom sker ett generationsskifte av teknologi inom IT-sektorn då många investeringar och lösningar som skett inför millenniumskiftet når sina ekonomiska och tekniska livslängder. Det medför en positiv och gynnsam efterfrågan på nya investeringar.

## 8 Faktiska och potentiella marknader

WM-data är aktiv på IT-marknaden. Marknaden har gått ifrån en teknologidrivna tillväxtbransch till en mer traditionell serviceindustri. Det betyder att kunskapen om hur tekniken används blir viktigare än tekniken i sig. WM-datas hemmamarknad är Sverige, Norge, Danmark, Finland och Baltikum. På denna marknad existerar huvudsakligen små och medelstora företag. De är nyetablerade i Polen och Estland, som har stark tillväxt inom IT-marknaden.

### 8.1 Försäljningssiffror för marknaden 2005

Land	Omsättning MSEK	Antal anställda
<b>Sverige</b>	5 740	5 475
<b>Norge</b>	305	270
<b>Danmark</b>	875	725
<b>Finland</b>	2 470	2 405
<b>Estland</b>	<i>Ej redovisat</i>	<i>Ej redovisat</i>
<b>Polen</b>	<i>Ej redovisat</i>	<i>Ej redovisat</i>

## 9 Strategi för miljö och klimat

WM-data har i jämförelse med övriga svenska börsbolag inom IT-branschen kommit långt i sitt miljöarbete. I Folksamns index för ansvarsfullt företagande har de en delad första plats inom IT-branschen för hur hanterar riskerna avseende miljö. WM-data bedömer att deras verksamhet påverkar miljön inom följande områden:

- Utsläpp till luft, mark och vatten genom transporter och resor med bil och flyg.
- Användning av ändliga naturresurser genom transporter och resor med bil och flyg samt daglig operativ verksamhet.
- Miljöfarligt avfall genom elektronikskrot, batterier, lysrör, toners.

### 9.1.1 Miljöpolicy

För att kunna minska WM-datas påverkan på miljön har de bl.a. en utbildning för alla medarbetare om bolagets miljöarbete. De har som mål att minska bolagets totala energiförbrukning. De sak de

göra i deras lokaler, vid resor samt i möjligaste mån minska resandet samt miljöcertifiera de verksamheter som bedöms medföra särskild miljöpåverkan.

### 9.1.2 Miljörapportering

För de verksamheter som är certifierade enligt ISO 14001 fastställs regler om detaljerade miljömål. Dessa verksamheter miljörapporteras och de får en uppföljning av de fastställda målen. Hur deras miljöarbete faller ut finns inte som allmän tillgänglig information och är därför svår att bedöma.

## 10 Konkurrensanalys

WM-data konkurrerar dels genom en fokuseringsstrategi, dels genom en differentiering. Fokuseringen sker på ett fåtal segment, exempelvis offentlig sektor, bank och försäkring. WM-datas produkter skiljer sig inte nämnvärt gentemot deras konkurrenter. Differentiering sker genom att erbjuda ett brett utbud av produkter som är branschoberoende.

## 11 Branschanalys

Tendensen inom IT-sektorn är att kunderna söker färre och starkare leverantörer. Kunderna vill ha företag som kan stå för ett totalåtagande av deras IT-verksamhet. Då står sig WM-data starkt i konkurrens mot de mindre aktörerna eftersom de har cirka tio procent av den nordiska IT-marknaden. I Sverige är de troligen en av de största IT-leverantörerna. Branschen ses som lönsam trots ökat konkurrensstryck och pressade priser. De har även som strategi att expandera geografiskt genom förvärv och lokal förankring. Förvärven innebär även att ny kompetens och nya lösningar kommer WM-data tillgodo.

### 11.1 Graden av konkurrens bland existerande företag

Konkurrensen på IT-marknaden är hård och kampen om marknadsandelarna är intensiv. WM-data och TietoEnator är störst på sina respektive hemmamarknader. Båda är stora företag med brett utbud. Branschen i övrigt består av ett fåtal större aktörer som utmanas av små företag. I Norge möts WM-data av konkurrens från EDB Business Partner som har en stark ställning. I Finland är Fujitsu starka. I Sverige består konkurrensen av medelstora företag som t.ex. HiQ, Cybercom, Mandator och KnowIT.

### 11.2 Hot från nya aktörer

WM-data tror inte på ökad konkurrens från de stora internationella aktörerna eftersom den nordiska marknaden anses för liten. Konkurrensen från nya småaktörer är inte heller något större hot för WM-datas del. De har varit etablerade sedan 1969 och har redan stora marknadsandelar med gott rykte.

### 11.3 Substitut

Det råder ständigt ett hot av ny mjukvara och IT-lösningar. WM-data följer dock utvecklingen exemplariskt då de bedriver en ständig egen utveckling. De har även ett gott samarbete med Microsoft. Stora delar av lösningarna är baserade på komponenter från Microsoft, vilket även kan vara en nackdel. Inom den närmsta framtiden kommer det inte att finnas ett substitut för IT-lösningar.

### 11.4 Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka

Köparna har de senaste åren fått en starkare position i jämförelse med perioden före det att IT-bubblan sprack. De överpriser som säljarna tidigare kunde ta ut har normaliserats till vanliga arvoden för konsulter. Däremot har säljarna fortfarande en stark ställning då de har utvecklat de rådande systemen som används.

### 11.5 Hur lyckas WM-data möta de risker och trender som identifierats i omvärldsanalysen?

Bedömningen har utgått från följande bedömningsintervall:

100-80 procent Mycket bra

79-50 procent Bra

49-0 procent Inte bra

Dimension	Kriterium	Poäng
Ekonomisk	<p>Finns det en uppförandekod och hur efterlevs den? (Code of Conduct)</p> <p>Vilken bolagsstyrning råder? Hur agerar företagsledningen? (Corporate Governance)</p> <p>Hur hanteras risker och kriser?</p> <p>Hur arbetar företaget med IT-säkerhet?</p>	<p>-0,2</p> <p>Företagets anpassning till Code of Conduct och Corporate Governance upplevs mer som att företaget ser det som något negativt. De redovisar inte hur de följer de uppsatta reglerna. Hur de hanterar risker och kriser beskriver de inte heller.</p>
Miljö	<p>Vilken miljöpolicy har företaget och strategisk miljöledning?</p> <p>Hur faller deras miljöarbete ut? (Eco-Efficiency)</p> <p>Hur ser företagets miljörapportering ut?</p>	<p>-</p> <p>De har kommit långt i sitt miljöarbete om företaget jämförs med andra IT-företag. Dock redovisar de inte hur deras miljöarbete faller ut eller hur deras miljörapportering sker.</p>
Social	<p>Hur arbetar företaget med humankapital?</p> <p>Vilka arbetsvillkor har företaget?</p> <p>Vilken social rapportering gör företaget?</p> <p>Hur ser företagets inköpsorganisation ut?</p>	<p>-0,2</p> <p>Företaget ser humankapital som något viktigt. Men de verkar inte veta hur de ska arbeta med denna fråga.. De beskriver inte hur de arbetar med personalfrågor, vilka arbetsvillkor som de anställda har. De som hade varit viktigt var att se vilka arbetsvillkor som de anställda har i de nya geografiska affärsområdena. Även hade det varit intressant att se vilken inköpsorganisation företaget har.</p>

## 12 SWOT-analys

### 12.1 Styrkor

- Fusion med LogicaCMG – del av en större internationell koncern.
- Starkt varumärke – etablerade sedan 1969.
- Stor differentiering.
- Klart fokus på sina segment
- En av de största aktörerna på hemmamarknaden.
- Har börjat tänka på miljöfrågor

### 12.2 Svagheter

- Beroende av samarbetet med Microsoft.
- Stor byråkratisk organisation – mindre flexibilitet, beslut tar längre tid.
- Samordning mellan olika divisionerna.
- Oklar ledning efter fusion.
- Ingen stark strategi för satsning på humankapital.
- Ingen bra uppförandekod.

### 12.3 Möjligheter

- Etableringen i Polen och Estland – stark tillväxtmarknad.
- Efterfrågan på effektivare IT-lösningar.

- Torde ske nyinvesteringar då investeringar som skett runt millenniumskiftet är avskrivna.
- Ekonomisk tillväxt – högkonjunktur.

## 12.4 Hot

- Tidigare etablerade IT-lösningar.
- Växande efterfrågan på standardiserade lösningar och förvaltning.
- Generellt pressade priser i branschen.

# 13 Redovisningsanalys

## 13.1 Redovisningsprinciper

Sedan den 1 januari 2005 tillämpar WM-data den internationella redovisningsstandarden IFRS. Redovisningen baseras på det historiska anskaffningsvärdet med undantag för finansiella derivatainstrument, finansiella tillgångar som kan säljas och finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen. Vissa tillgångar och skulder redovisas till verkligt värde.

## 13.2 Noter

### 13.2.1 Valutadifferenser

Koncernredovisningen för WM-data redovisas i SEK. Varje balans- och resultaträkning för dotterbolagen omräknas enligt dagskursmetoden. Det kan leda till varierande effekter på skuldernas och tillgångarnas värdering.

### 13.2.2 Varulager

Varulagret redovisas efter nettoförsäljning. Till det uppskattade värdet av försäljningen vid normala förhållanden minus de kostnader som krävs för att genomföra försäljningen. Det innebär att vissa lager poster blir undervärderade eller i värsta fall övervärderade.

### 13.2.3 Goodwill

För att beräkna värdet av Goodwill väljer WM-data att genomföra en nuvärdesberäkning utav Goodwillposterna efter budgeterad/förväntad tillväxt för nästkommande år samt en genomsnittlig historisk tillbakablick för att få tillväxten under kommande år. Samma metod används för att sedan bestämma nedskrivningarna av Goodwill.

## 14 Finansiell analys

Den finansiella analysen är baserad på nyckeltal från WM-datas årsredovisning.

### 14.1.1 Soliditet

Soliditeten anger företagets finansiella styrka och är ett mått på företagets långsiktiga överlevnadsförmåga. Ett vanligt riktmärke är att soliditeten ska vara mellan 30 och 40 procent.

Soliditeten har de senaste fem åren varit; 35, 43, 43, 28, 41, alla siffror i procent. Det ger en genomsnittlig soliditet på 38 procent. Det kan ses som en god soliditet i genomsnitt. Om företaget vill expandera genom förvärv i Polen och Estland bör ett högre soliditetsmål sättas. Om det sista kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 studeras så har WM-data en soliditet på 44 procent.

### 14.1.2 Räntabilitet på totalt kapital

Är ett mått på WM-datas lönsamhet. Måttet anger i vilken utsträckning avkastningen blir på ägarnas satsade kapital. Räntabiliteten för totalt kapital fås genom att addera ihop resultat efter finansiella poster och räntekostnader. Sedan divideras summan med det genomsnittliga totala kapitalet. Den genomsnittliga räntabiliteten för totalt kapital för de fem senaste åren, efter justering av extremvärden är 6,05. Om det sista kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 studeras så har WM-data en räntabilitet på 10 procent.

### 14.1.3 Räntabilitet på eget kapital

Räntabiliteten på eget kapital är även det ett mått på lönsamhet och definieras som ovan. För det egna kapitalet har WM-data en genomsnittlig räntabilitet på 44 procent.

### 14.1.4 Kassalikviditeten

Kassalikviditeten anger företagets förmåga att betala de kortfristiga skulderna. Nyckeltalet beräknas genom att summa omsättningstillgångar minus varulager divideras med summa kortfristiga skulder. Den bör vara minst 100 procent för att klara av alla kortfristiga skulder. WM-data har en kassalikviditet på 106 procent.

### 14.1.5 Vinstmarginal

Vinstmarginalen visar hur mycket företaget får varje krona i omsättning. Den beräknas genom att resultatet före finansiella poster plus finansiella intäkter divideras med omsättningen. WM-data har en vinstmarginal på 6 procent. Vilket inte kan ses som en bra siffra.

### 14.1.6 Ränteteckningsgrad

Resultatet efter finansnetto plus finansiella kostnader dividerat med de finansiella kostnaderna. Måttet visar hur många gånger företagets resultat kan betala räntorna på de långfristiga lånen. Ränteteckningsgraden bör överstiga 3,5 och WM-data uppnår en genomsnittlig täckningsgrad justerad för extrema värden på 6,2 år 2005. Om det sista kvartalet 2005 och de tre första kvartalen 2006 studeras är dock ränteteckningsgraden bara 0,26.

## 15 Antaganden

Trots en god efterfrågan och en stark konjunktur tror WM-data på en mindre efterfrågan för kommande år. Det beror på en fortsatt prispress och ökad efterfrågan på underhåll av befintliga system och inte efter nyinvesteringar. I Polen och Estland existerar en stor efterfrågan på nyinvesteringar, dock är WM-data mindre aktörer på denna marknad men beräknas få en del av kakan.

Utifrån tidigare analyser har jag antagit följande om WM-datas framtid. Antaganden tar inte hänsyn till en fusionen mellan WM-data och LogicaCMG utan gäller endast WM-data.

- **Bankräntan 5 %** - i årsredovisningen anges att WM-data har en fast ränta för de kommande fem åren. Jag har antagit en ränta på fem procent då en fast ränta oftast ligger lite högre än rörlig då det sker korrigeringar för eventuella räntehöjningar.
- **Soliditet SYSS 38%** - för att få fram soliditetsmålet har jag tagit soliditeten mellan åren 2001-2005 och räknat ut genomsnittet. Genomsnittet blev 38 procent.
- **Evig tillväxt efter prognosperioden 3 %** - Jag har antagit tillväxttakten till BNP.
- **Tillväxttakt för nettoomsättningen 15 %** - den genomsnittliga tillväxten för nettoomsättningen de senaste tre åren har varit 19,1 procent. Jag tror däremot på en liten minskning och antar en tillväxttakt på 15 procent.
- **Rörelsens kostnader 6 %** - I genomsnitt har rörelsens kostnader ökat med 6 procent de senaste åren. Enligt förhållandet omsättning/kostnader motsvarar en ökning för nettoomsättningen med 1 en ökning för rörelsens kostnader med 0,5.
- **Rörelsens kostnader efter prognosperiodens slut: 7 %** - Företagets osäkra strategi för personalfrågor gör att kostnaderna blir högre.
- **Avskrivningar 10 %** - Ett sammanvägt genomsnitt av avskrivningarna mellan år 2001-2005.
- **Investeringar år 0** - 1633 MSEK har skett under 2005. Tagit från årsredovisningen.
- **Investeringstillväxt 20 %** - WM-data satsar stort på Polen och Estland torde investera i anläggningar och materiell i en större utsträckning.
- **Obligationsränta (riskfri ränta) 6 procent** – enligt Dagens Nyheter den 20 september 2006.
- **Generell riskpremie – 5 %**
- **Betavärde för aktien 1** – Inget betavärde har erhållits därför har det satts till ett (1).
- **Inlåningsränta 4 %** – den genomsnittliga räntan, utifrån ränteintäkter dividerat med kassa/bank är 5 procent. Då det inte preciserats i noterna om det rör sig om ränteintäkter från banken eller ränteintäkter från obetalda fakturor har räntan uppskattats till 4 procent.
- **Skattesats 28 %** – Jag har antagit en schablonskatt på 28 procent. Det vill säga bolagskatten i Sverige.
- **Operativt kassabehov 15 %** – Generellt behövs 3 procent av omsättningen i kassabehov för att klara att driva verksamheten. Då WM-data satsar offensivt med investeringar och tar stora risker krävs det en större kassa än 3 procent. Jag antar att de krävs cirka 15 procent.
- **Rörelsekapital ökar med 6 % per år** – Omsättningen enligt vårt antagande ovan har ökat med 15 procent per år. Jag tror inte att kostnaden för rörelsekapital ökar i samma takt. Därför har jag antagit en lägre ökad kostnad på rörelsekapital.
- **Amorteringar 10 % per år** – uppgiften är hämtad ifrån årsredovisningen

## 16 Analys av proforma

<b>Resultaträkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
Nettoomsättning	9 365	10 770	12 385	14 243	16 379	16 904
Rörelsens kostnader	-8 629	-9 147	-9 696	-10 277	-10 894	-11 678
Avskrivningar	-389	-428	-471	-518	-570	-626
<b>Rörelseresultat</b>	<b>347</b>	<b>1 195</b>	<b>2 219</b>	<b>3 448</b>	<b>4 916</b>	<b>4 599</b>
Finansiellaintäkter	220	42	69	80	92	100
Finansiellakostnader	-275	-145	-258	-330	-418	-470
<b>Resultat före skatt</b>	<b>292</b>	<b>1 093</b>	<b>2 031</b>	<b>3 198</b>	<b>4 590</b>	<b>4 229</b>
Skatt	-122	-306	-569	-895	-1 285	-1 184
<b>Nettoresultat</b>	<b>170</b>	<b>787</b>	<b>1 462</b>	<b>2 302</b>	<b>3 304</b>	<b>3 045</b>

<b>Balansräkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>4 424</b>	<b>5 956</b>	<b>7 837</b>	<b>10 142</b>	<b>12 959</b>	<b>13 118</b>
Överlikviditet	-	-	-	-	-	-
Varulager	13	13	14	15	16	17
Kundfordringar	2 408	2 552	2 705	2 867	3 040	3 222
Övriga kortfristiga fordringar	88	93	99	105	111	118
Övriga omsättningstillgångar	252	267	283	300	318	337
Likvida medel	486	1 615	1 858	2 136	2 457	2 536
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>3 246</b>	<b>4 541</b>	<b>4 959</b>	<b>5 424</b>	<b>5 942</b>	<b>6 229</b>
<b>S:a Tillgångar</b>	<b>7 670</b>	<b>10 497</b>	<b>12 797</b>	<b>15 566</b>	<b>18 901</b>	<b>19 347</b>
Ingående eget kapital	3 174	1 974	2 099	2 233	2 415	2 757
Årets resultat	170	787	1 462	2 302	3 304	3 045
<b>S:a Eget kapital</b>	<b>3 344</b>	<b>2 761</b>	<b>3 561</b>	<b>4 535</b>	<b>5 720</b>	<b>5 801</b>
Lån	1 272	1 145	1 030	927	835	751
Finansieringsbehov	5	3 360	4 780	6 472	8 498	8 714
Ej räntebärande skulder	3 049	3 232	3 426	3 631	3 849	4 080
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>	<b>7 670</b>	<b>10 497</b>	<b>12 797</b>	<b>15 566</b>	<b>18 901</b>	<b>19 347</b>

<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>4 621</b>	<b>7 265</b>	<b>9 371</b>	<b>11 935</b>	<b>15 052</b>	<b>15 267</b>
Utdelning	1 370	662	1 328	2 120	2 963	5 801

### Nyckeltal

<i>Soliditet</i>	44%	26%	28%	29%	30%	30%
<i>Soliditet syss</i>	72%	38%	38%	38%	38%	38%
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>	44%	26%	46%	57%	64%	53%
<i>Räntetäckningsgrad</i>	0,26	7,27	7,61	9,44	10,75	8,79
<i>Räntabilitet på totalt kapital</i>	10%	12%	17%	23%	27%	22%
<i>Kassalikviditet</i>	106%	141%	145%	149%	154%	153%
<i>Vinstmarginal</i>	6%	7%	12%	16%	20%	18%

<b>Kassaflödesanalys</b>	<b>ÅR 1</b>	<b>ÅR 2</b>	<b>ÅR 3</b>	<b>ÅR 4</b>	<b>ÅR 5</b>
Redovisat Resultat (Nettoresultat)	787	1 462	2 302	3 304	3 045
+Avskrivningar	428	471	518	570	626
+Räntekostnad efter skatt	104	186	238	301	338
-/+Kundfordringar	-144	-153	-162	-172	-182
-/+Lager	-1	-1	-1	-1	-1
-/+Kortfristiga skulder	3 012	3 384	3 562	3 769	3 988
-/+Likvida medel	-1 130	-242	-279	-320	-79
<b>A Kassaflöde från rörelsen</b>	<b>3 056</b>	<b>5 106</b>	<b>6 178</b>	<b>7 451</b>	<b>7 736</b>
- Investeringsverksamhet	-1 960	-2 352	-2 822	-3 387	-4 064
<b>B Fritt Kassaflöde till företaget FKFF</b>	<b>1 096</b>	<b>2 754</b>	<b>3 356</b>	<b>4 064</b>	<b>3 672</b>

**Beräkningar**

CAPM= $re=rf+(Rm-rf)*Beta$	$Re = 0,06+(0,05*1,00)$		
MRP=(Rm-rf)		CAPM =	<b>0,110</b>
WACCsyss			
E=38%	$0,38*0,11$	<b>0,042</b>	
S = 62%	$0,62*(0,05*0,72)$	<b>0,022</b>	
	$*1,2$	<b>0,027</b>	
T=100%		WACC syss =	<b>0,069</b>

**Indirekt C-f värdering**

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Terminlavärde		
FKFF WACC 6,9%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 672	3 789		
	0,9358	0,8758	0,8195	0,7669	0,7177	0,0366		
	<b>1 025</b>	<b>2 412</b>	<b>2 750</b>	<b>3 117</b>	<b>2 635</b>		=	103 575
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>11 940</b>						x	0,7177
							=	<b>74 338</b>
Prognosperiod	11 940							
Terminalvärde	74 338							
Överlikviditet	-							
<b>Summa Företagsvärde</b>	<b>86 278</b>							
-Lån	1 272							
<b>Summa Aktievärde</b>	<b>85 006</b>							
Antal aktier	3 141							
<b>Pris per aktier</b>	<b>27,06</b>							

<b>Balansräkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>6 329 481</b>	<b>7 212 605</b>	<b>8 272 355</b>	<b>9 544 054</b>	<b>11 070 093</b>	<b>12 901 340</b>
Överlikviditet		-	-	-	-	-
Varulager	99 943	119 932	143 918	172 702	207 242	248 690
Kundfordringar	523 315	627 978	753 574	904 288	1 085 146	1 302 175
Övriga kortfristiga fodringar	379 513	455 416	546 499	655 798	786 958	944 350
Övriga omsättningstillgångar	40 706	48 847	58 617	70 340	84 408	101 290
Likvida medel	389 415	888 721	977 593	1 075 352	1 182 887	1 301 176
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 432 892</b>	<b>2 140 893</b>	<b>2 480 200</b>	<b>2 878 480</b>	<b>3 346 641</b>	<b>3 897 681</b>
<b>S:a Tillgångar</b>	<b>7 762 373</b>	<b>9 353 498</b>	<b>10 752 554</b>	<b>12 422 534</b>	<b>14 416 734</b>	<b>16 799 020</b>
Ingående eget kapital	2 689 159	2 655 480	3 379 549	4 310 384	5 520 209	7 008 938
Årets resultat	993 507	2 052 079	1 986 535	1 840 598	1 566 786	1 194 819
<b>S:a Eget kapital</b>	<b>3 682 666</b>	<b>4 707 559</b>	<b>5 366 084</b>	<b>6 150 982</b>	<b>7 086 995</b>	<b>8 203 757</b>
Lån	2 823 401	2 541 061	2 286 955	2 058 259	1 852 433	1 667 190
Finansieringsbehov	-	597 312	1 290 435	2 042 396	2 872 230	3 801 981
Ej räntebärande skulder	1 256 306	1 507 567	1 809 081	2 170 897	2 605 076	3 126 091
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>	<b>7 762 373</b>	<b>9 353 498</b>	<b>10 752 554</b>	<b>12 422 534</b>	<b>14 416 734</b>	<b>16 799 020</b>
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>6 506 067</b>	<b>7 845 931</b>	<b>8 943 474</b>	<b>10 251 637</b>	<b>11 811 658</b>	<b>13 672 929</b>

<b>Nyckeltal</b>						
<i>Soliditet</i>	47%	50%	50%	50%	49%	49%
<i>Soliditet syss</i>	57%	60%	60%	60%	60%	60%
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>	44%	49%	39%	32%	24%	16%
<i>Räntetäckningsgrad</i>	1047%	1694%	1469%	1210%	804%	565%
<i>Räntabilitet på total kapital</i>	30%	43%	35%	28%	21%	14%
<i>Kassalikviditet</i>	106%	134%	129%	125%	121%	117%
<i>Vinstmarginal</i>	45%	35%	30%	26%	20%	14%



**Indirekt C-f värdering**

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Continuing Value
<b>FKFF WACC 7%</b>	2 137 327	2 616 910	2 591 058	2 504 229	2 324 617	116 231
	0,9434	0,8900	0,8396	0,7921	0,7473	0,7846
	<b>2 016 346</b>	<b>2 329 041</b>	<b>2 175 502</b>	<b>1 983 584</b>	<b>1 737 089</b>	148 136
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>10 241 562</b>					0,7473
						<b>110 696</b>
Prognosperiod	10 241 562					
Eternity	110 696					
Överlikviditet	-					
<b>Summa Företagsvärde</b>	<b>10 352 258</b>					
-Lån	2 823 401					
<b>Summa Aktievärde</b>	<b>7 528 857</b>					

**Direkt C-F värdering**

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	Continuing Value
<b>FKFA CAPM 7%</b>	2 581 073	3 200 988	3 280 169	3 350 635	3 326 010	166 301
	0,9346	0,8734	0,8163	0,7629	0,7130	0,749
	<b>2 412 217</b>	<b>2 795 867</b>	<b>2 677 595</b>	<b>2 556 184</b>	<b>2 371 399</b>	222 138
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>12 813 262</b>					0,7130
						<b>158 381</b>
Prognosperiod	12 813 262					
Eternity	158 381					
<b>Summa Aktivvärde</b>	<b>12 971 643</b>					
Antal aktier	257 140					
<b>Pris per aktier</b>	<b>50</b>					

## 17 Slutsatser WM-data

*Alla slutsatser om WM-data är grundade på de antagande som ligger till grund för proforman.*

Enligt vår värdering av fritt kassaflöde till aktieägarna får företaget ett värde på cirka 13 000 MSEK och ett pris per aktie på 50 SEK. Börskursen den 20 september 2006 var 78,25 SEK per aktie. I en artikel i Näringsliv24 den 17 augusti uppges värdet på bolaget vara 25 000 MSEK. Detta tyder på att företaget och aktien är övervärderade på börsen. Utifrån denna jämförelse blir vår rekommendation att en aktiespekulant inte ska köpa aktier i WM-data.

Värdet mellan Fritt Kassaflöde för Aktieägarna (FKFA) och Fritt Kassaflöde för Företaget (FKFF) ligger drygt fem miljoner ifrån varandra, vilket är vanligt förekommande mellan metoderna. Det kan bero på att vissa antaganden, t.ex. avkastningskravet är för högt eller att betavärdet är för lågt.

Enligt proforma kommer WM-datas omsättning att öka de kommande fem åren. Dock kommer nettoresultatet att sjunka efter år två. Det beror dels på ökade kostnader för projektering och produktion, dels på ökade avskrivningskostnader då nya stora investeringar sker varje år. Proforman har inte tagit hänsyn till att WM-data säljer av fastigheter och maskiner vilket skulle bidra till minskade avskrivningskostnader.

Vår rekommendation är att det inte ska ske några långsiktiga investeringar i WM-data stärks, då även Proforman tydligt visar att WM-data har en starkt neråtgående trend efter år två. Det sänds även ut negativa signaler ifrån WM-data då det inte har skett någon utdelning till företagets aktieägare det senaste året. Det kan tyda på att det saknas pengar för företaget och alla medel behöver behållas inom företaget.

Modellen är byggd på ett soliditetsmål på sysselsatt kapital på 60 procent vilket ger företaget en god soliditet de kommande fem åren. Däremot om nyckeltalet för kassalikviditet studeras växer sig starkare till år ett för att sedan mattas ut allt mer, vilket är negativt för ett bolag med stora investeringar. Analysen visar att WM-data kommer att hamna i likviditetsbrist vilket är en av de vanligaste orsakerna till konkurs.

Hur ser de eventuellt nya ägarnas strategi för medarbetare och miljö ut?

## **Bilaga 8**

Värdering TietoEnator utifrån en  
Fundamental analys

# Innehållsförteckning

1	FÖRETAGETS HISTORIK OCH NUVARANDE VERKSAMHET .....	3
2	STYRELSE, LEDNINGSGRUPP OCH ORGANISATION .....	3
2.1	<i>Ledning</i> .....	3
2.2	<i>Styrelse</i> .....	4
2.3	<i>Personalpolitik</i> .....	4
3	TJÄNSTER OCH PRODUKTER .....	4
4	FORSKNING OCH UTVECKLING .....	5
5	INVESTERINGAR .....	5
6	FAKTISKA OCH POTENTIELLA MARKNADER .....	5
6.1	<i>Försäljningsciffror för marknaden</i> .....	6
7	KONKURRENSANALYS .....	6
8	BRANSCHANALYS .....	6
8.1	<i>Graden av konkurrens bland existerande företag</i> .....	7
8.2	<i>Hot från nya aktörer</i> .....	7
8.3	<i>Substitut</i> .....	7
8.4	<i>Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka</i> .....	7
9	SAMHÄLLESEKONOMISK UTVECKLING .....	7
10	SWOT-ANALYS .....	8
10.1	<i>Styrkor</i> .....	8
10.2	<i>Svagheter</i> .....	8
10.3	<i>Möjligheter</i> .....	8
10.4	<i>Hot</i> .....	8
11	REDOVISNINGSANALYS .....	8
11.1	<i>Redovisningsprinciper</i> .....	8
11.2	<i>Noter</i> .....	8
12	FINANSIELL ANALYS .....	9
13	ANTAGANDEN .....	11
14	ANALYS AV PROFORMA .....	13
15	SLUTSATSER TIETOENATOR .....	16

# 1 Företagets historik och nuvarande verksamhet

Bolaget Tieto startade 1968 och slogs samman med Enator 1999, vilka grundades 1995. TietoEnator erbjuder konsulttjänster, utveckling, drift och förvaltning av affärsverksamheter. Bolagets verksamhet bedrivs inom följande affärsområden: Bank och Försäkring, Hälsa och Vårld, Skog och Energi, Offentlig sektor, Handel, TeleKom och Media. De största affärsområdena är TeleKom och Media, Offentlig sektor samt Bank och försäkring. Bolaget verkar i över 25 länder och har drygt 15 000 anställda. Deras största marknader är Finland, Sverige, Tyskland och Norge. Marknadsandelen i Sverige ökade från nio till femton procent under 2005, vilket gör dem till den största aktören på denna marknad. Företaget verkar för att bli en av världens ledande IT-leverantörer. För att nå detta mål så kommer TietoEnator inom de närmaste åren att erbjuda radikalt nya digitala innovationer som kommer att hjälpa kunderna att förbättra både sin verksamhet och sin produktivitet. Förutsättningen för att detta ska vara möjligt är att växa inom deras affärsområden och fördjupa IT- och FoUsamarbetena med våra kunder.

År 2005 omsatte koncernen 1681,6 MEuro, vilket är en tio-procentig ökning sedan 2004. Resultatet före skatt uppgick till 173,6 Meuro. TietoEnators aktier är noterade på HEX Helsinki Exchanges och på Stockholmsbörsen.

## 2 Styrelse, ledningsgrupp och organisation

TietoEnator följer den finska "Corporate Governance Recommendation for Listed Companies" (rekommendation avseende företagens styrelse för börsnoterade företag).

### 2.1 Ledning

Styrelsen utser koncernchef och verkställande direktör. Koncernchefen och verkställande direktören ansvarar för att koncernens finansiella resultat är i enlighet med lagens och styrelsen anvisningar samt för den dagliga ledningen och administrationen. Koncernchefen och verkställande direktören leder koncernledningen (Corporate Management Team, CMT), som förutom honom själv består av vice verkställande direktören, affärsområdescheferna, cheferna för Strategic Customer Operations och Strategic Offering samt andra högre chefer. Syftet med CMT är att bistå koncernchefen och verkställande direktören i hans arbete. Affärsområdescheferna har ansvar för ekonomiskt resultat, utveckling samt övervakning av respektive affärsområde. De högre cheferna ansvarar för samordningen på koncernnivå samt ledningen av respektive område. Hela den högsta ledningen har gemensamt ansvar för att aktuell lagstiftning, föreskrifter, koncernens riktlinjer samt styrelsens beslut följs i hela företaget.

#### Ledningsgruppens sammansättning

#### Post

Pentti Heikenen	Koncernchef och vd
Åke Plyhm,	Vice Koncernchef
Carl-Harald Andersson,	Senior Vice President för Forest & Energy
Ari Karppinen,	Direktör, Processing & Network
Carl-Johan Lindfors,	Direktör, Healthcare & Welfare,
Jukka Rosenberg,	Direktör, Banking & Insurance
Anja Vainio,	Direktör, Government, Manufacturing & Retail,
Ari Vanhanen,	Direktör, Telecom & Media
Pekka Viljakainen,	Direktör, Digital Innovations
Juhani Strömberg,	Senior Vice President, Strategic Offering,
Pentti Huusko,	Senior Vice President, Operational Excellence,
Håkan Friberg,	Direktör, Human Resources,
Päivi Lindqvist,	Senior Vice President, Communications and Investor Relations
Jouko Lonka,	Direktör, juridiska frågor
Timo Salmela,	Direktör, finans och ekonomi samt strategi

## 2.2 Styrelse

TietoEnators styrelse ska enligt bolagsstyrning ha minst sex och högst tolv ledamöter och samtliga ledamöter har en mandattid om ett år. Det som skiljer sig från andra styrelser är att enbart en betydande majoritet av styrelseledamöterna ska vara oberoende av företaget (inte anställda av företaget och inte ha väsentlig koppling till företaget som kan påverka deras oberoende). Oftast brukar börsföretag ha som regel att ingen i styrelsen ska vara beroende av företagets verksamhet. Efter bolagsstämman år 2005 bestod styrelsen av sex ledamöter som ej är anställda i företaget (inklusive ordförande och vice ordförande), TietoEnators koncernchef och verkställande direktör samt två personalrepresentanter. Styrelsens arbete utvärderas årligen. Utvärderingen avser hur styrelsen genomfört sin årsplanering, vad olika intressenter förväntar sig av styrelsen, huruvida styrelsens arbetsbeskrivningar är uppdaterade och hur effektivt styrelsens arbete har varit. Utvärderingen beaktas när förslaget om styrelsens sammansättning och dess årsplanering utformas. Utfallet av denna utvärdering presenteras inte.

Styrelsens övergripande uppgift enligt bolagsstyrningen är att generera högsta möjliga aktieägarvärde på lång sikt. Det ska samtidigt som företaget ska ta hänsyn till förväntningarna hos företagets olika intressenter. Det innebär t.ex. att styrelsen ska bekräfta företagets värderingar, strategi och organisationsstruktur, ta beslut om utdelningspolicy och godkänna företagets årsplan och budget.

<u>Styrelsesammansättning</u>	<u>Post</u>	<u>Invald</u>
Matti Lehti	Ordförande	2006
Anders Ullberg	Vice Styrelseordförande	1999
Mariana Burenstam Linder	Styrelseledamot	2005
Elisabeth Eriksson	Styrelseledamot	2000
Bengt Halse	Styrelseledamot	2004
Olli Martikainen	Styrelseledamot	2000
Olli Riikkala	Styrelseledamot	2004
Pirjo Salo	Styrelseledamot	2004

Flertalet styrelsemedlemmar har en gedigen bakgrund och erfarenhet från tidigare styrelsearbeten och finansiella verksamheter i större börsbolag. Styrelsen har dock en för homogen åldersstruktur, alla utom en är födda på 40-50-tal. Det vore även bra att bolaget rekryterade någon med gedigen IT-kunskap. Kön fördelningen inom styrelsen är jämnt fördelad.

## 2.3 Personalpolitik

I slutet av året uppgick antalet anställda i lågkostnadsländer till 1 200 personer och TietoEnator planerar att öka antalet till cirka 2 000 i slutet av 2006.

TietoEnator anser att en av de viktigaste framgångsfaktorerna för att de ska lyckas bli en av världens ledande leverantörer av IT-tjänster är företagets personal. I 2005 års medarbetarundersökning fick företaget dock låga betyga. En sak som behövdes förbättra var ledarskapet. Ledarna ska därför få en kontinuerlig utbildning för att utvecklas som ledare men även för att klara av den internationella expansionen. Som en del i den satsningen har ett ledarskapsprogram tagits fram för att utveckla chefernas kompetenser inom coachning, kommunikation, konflikthantering, förändringshantering och när det gäller att motivera andra.

Övriga medarbetares utveckling delas in i tre olika områden. Det första är att alla ska ha en personlig utvecklingsplan. För det andra och tredje ska alla få utbildning för att kunna leda och projekt och en säljutbildning. Båda grupperna ska kontinuerligt utveckla sina kunskaper om kundernas affärsverksamheter och den senaste informationsteknologin.

## 3 Tjänster och produkter

TietoEnator Processing & Network erbjuder kunderna att outsourca hanteringen av den dagliga IT- och kommunikationsverksamheten (ICT). De erbjuder även lösningar för ekonomistyrning, personal- och lönehantering från de ledande nordiska leverantörerna Personec och Economa. TietoEnator erbjuder sina kunder möjligheten att utnyttja fördelarna med global sourcing av programvaror.

TietoEnator erbjuder tjänster inom de tidigare nämnda affärsområdena.

- Inom Bank och försäkring utvecklas globala lösningar av senaste teknologin med hjälp av strategiska partnerskap. Partnerskapstjänsterna innebär en utveckling, underhåll och integration av informationssystem tillsammans med kunden. Det innebär även Outsourcingtjänster, Globala lösningar, Kärnsystem och Internetbanksystem, betalnings- och kortsystem.
- Inom Telekom och media arbetar de med kunder inom alla undersektorer, exempelvis innehållsleverantörer till operatörer och leverantörer av nät och mobila terminaler. De erbjuder utveckling, underhåll och integration av datasystem, Outsourcingtjänster samt FoU-tjänster.
- Inom Hälsa och sjukvård levererar de IT-lösningen för inköp, produktion och försäljning. Tieto Enator har sedan slutet av sextioalet levererat IT-lösningar till vården. Idag erbjuder helhetslösningar för hela vårdkedjan. Det innebär att de tar ett övergripande ansvar för IT-stödet till sjukvårdens processer. Inom Energi- och Skogsbranschen levererar TietoEnator system för massa-, pappers- och träproduktindustrin samt för skogsbruk. De erbjuder förbättringar av kärnprocesser i energisektorn, lösningar till elbolag och olje- och gasbolag och vanliga IT-tjänster.
- Inom affärsområdet Offentlig förvaltning, Detaljhandel och Tillverkning erbjuder de ett flertal lösningar. De erbjuder t.ex. lösningar för utveckling, byggande och användning av digitala lösningar inom offentlig administration. De erbjuder hantering av olika produktlösningar samt integrationslösningar till tillverkningsindustrin. De erbjuder även utveckling och underhåll av den digitala värdekedjan hos internationell detaljhandel och logistikföretag.
- Digital Innovations utvecklar och intensifierar arbetet med kundföretagets digitala självbetjäningssystem, samt ökar synergieffekterna mellan TietoEnators vertikala affärsområden och påskyndar produktpaketeringar och integrationsprocesser för de viktigaste digitaliserade självbetjäningssystemen. Följande tjänster och produkter erbjuds:
  - Digital kundinteraktion
  - Digitala portaler och kommunikationslösningar
  - Utformning och implementering av digitala självbetjäningstjänster
  - Konsulttjänster avseende affärsverksamhet,
  - Arkitektur och teknik
  - Tjänster för affärsprocesser och informationsintegration
  - Projektledning och förändringshantering
  - Innehållshantering och dokumenthantering
  - Lösningar för verksamhetsuppföljning

## 4 Forskning och utveckling

Tieto Enator bedriver forskning främst inom områdena telekom, utveckling av terminaler och programvaror. Det görs genom samarbeten med företag i lågkostnadsländer (Ryssland och Kina).

## 5 Investeringar

Tillväxt, lönsamhet och nya kunder kräver nyinvesteringar. År 2005 investerades en summa på 270,3 MEuro, vilket motsvarar drygt 16 procent av TietoEnators omsättning. Investeringarna går till att expandera globalt. En investering kan vara ett förvärv, utveckling av lösningar, en värdestyrd affärsmodell, processutveckling eller att göra särskilda sällsatsningar på en viss kund. Det ska göra inom följande affärsområden; bank, Telekom, vård, elindustrin, skogssektorn och Digital Innovations. Sammanlagt investerades 192,0 (109,3) MEuro i förvärv under 2005.

## 6 Faktiska och potentiella marknader

TietoEnator är aktiv på IT-marknaden. Marknaden har gått ifrån en teknologidrivna tillväxtbransch till en mer traditionell serviceindustri. Det betyder att kunskapen om hur tekniken används blir viktigare än tekniken i sig. Tillväxten i de mogna delarna av branschen kommer att hållas tillbaka

av konkurrens och prispress. Det finns emellertid också tjänster enligt TietoEnator som skapar helt nya värdenivåer för kunderna. Dessa tjänster är hänförliga till transformationsprojekt (såsom stora förnyelser av kärnsystem) och utvecklingen av nya intäktsgenererande digitaliserade tjänster (såsom att skapa nya tjänster baserat på självbetjäningkoncept).

## 6.1 Försäljningssiffror för marknaden

TietoEnator har verksamhet i följande länder: Belgien, Danmark, Estland, Finland, Frankrike, Indien, Indonesien, Italien, Kanada, Kina, Lettland, Litauen, Malaysia, Nederländerna, Norge, Portugal, Ryssland, Singapore, Slovakien, Storbritannien, Sverige, Tjeckien, Tyskland, Ukraina, USA och Österrike. TietoEnator har enbart minskat omsättningen i Frankrike om kvartal fyra 2005 och de tre första kvartalen 2006 studeras. I övriga länder har omsättningen ökat.

Land	Omsättning MEuro
Sverige	509
Tyskland	116
Norge	100
Finland	797
Danmark	53
Storbritannien	44
Nederländerna	23
Frankrike	11
Övriga	89
<b>Totalt</b>	<b>1744</b>

Affärsområde	Omsättning MEuro	Antal anställda
Banking & Insurance	273	2211
Telecom & Media	540	5492
Government, Manufacturing & Retail	243	1968
Healthcare & Welfare	142	1245
Forest & Energy	158	1214
Processing & Network	364	1960
Övrigt	24	2382
<b>Totalt</b>	<b>1744</b>	<b>16472</b>

## 7 Konkurrensanalys

Det råder hård konkurrens på marknaden för IT-tjänster. TietoEnator anses som den näst största leverantören av programvara och tjänster i Norden som helhet, efter IBM. På de vertikala marknaderna inom Offentlig sektor, Telekom samt Elindustrin placerar sig emellertid TietoEnator som den största leverantören före IBM. Sett utifrån TietoEnators perspektiv är konkurrenterna väldigt olika, beroende på bransch, tjänstetyp och geografi. TietoEnators konkurrenter kan delas upp i fyra olika grupper: stora, internationella tjänsteleverantörer, inklusive företag i lågkostnadsländer, horisontella programvaruföretag, vertikalt fokuserade företag inom lösningar samt företag inom FoU-tjänster. De vanligaste konkurrenterna är internationella leverantörer av IT-tjänster, exempelvis Accenture, CapGemini, HP och IBM.

TietoEnators konkurrensstrategi ser lite olika ut beroende på i vilket affärsområde som studeras. Alla tre konkurrensstrategierna är representerade. De använder strategin "kostnadsöverlägsenhet" där kunden enbart kräver en standardiserad tjänst eller produkt. Där kunden vill ha en unik produkt använder de sig av differentiering. I vissa fall fokuserar TietoEnator på olika segment och geografiska marknader. De har skaffat sig specialkompetens om segmenten och de företags verksamheter för att kunna konkurrera ut andra IT-företag.

## 8 Branschanalys

Kunderna på IT-marknaden söker färre och starkare leverantörer. Då står sig TietoEnator starkt i konkurrens mot de mindre aktörerna. Branschen ses som lönsam trots ökat konkurrenstryck och

pressade priser. Uppgifterna om olika företags andelar av marknaden visar på en tydlig skillnad mellan den finska och den svenska IT-marknaden. Finland är en mycket koncentrerad marknad där de fem största leverantörerna har huvuddelen av den sammanlagda marknaden medan de största aktörerna i Sverige endast har måttliga marknadsandelar.

## 8.1 Graden av konkurrens bland existerande företag

Konkurrensen på IT-marknaden är hård och kampen om marknadsandelarna är intensiv. WM-data, TietoEnator och IBM är störst i Sverige och Finland. TietoEnator är aktörer på den globala marknaden, där huvudkonkurrenter är de ledande globala leverantörerna av IT-tjänster i västvärlden samt de lågkostnadsaktörer som fokuserar på tjänster med högt mervärde med inriktning på samma vertikala sektorer som TietoEnator.

## 8.2 Hot från nya aktörer

TietoEnator såsom WM-data har varit etablerade sedan 1969 och har redan stora marknadsandelar i Norden med gott rykte. Det är svårt att tro på en ökad konkurrens från de stora internationella aktörerna eftersom den nordiska marknaden anses för liten. Däremot om WM-data blir uppköpt av LogicaCMG får de en ännu hårdare konkurrens på den nordiska marknaden. Hotet för större internationella aktörer på den globala marknaden är stor. De redan stora företagen köper upp mindre aktörer och vinner därmed marknadsandelar. TietoEnator har själva genomförvärv och sammanslagningar.

## 8.3 Substitut

Det råder ständigt ett hot av ny mjukvara och IT-lösningar. TietoEnator följer dock utvecklingen genom att bedriva en egen forskning och utveckling genom olika partnerskap. De har även ett gott samarbete med Microsoft. Stora delar av lösningarna är baserade på komponenter från Microsoft, vilket även kan vara en nackdel. Inom den närmsta framtiden kommer det inte att finnas ett substitut för IT-lösningar.

## 8.4 Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka

Köparna har de senaste åren fått en starkare position i jämförelse med perioden före det att IT-bubblan sprack. De överpriser som säljarna tidigare kunde ta ut har normaliserats till vanliga arvoden för konsulter. Däremot har säljarna fortfarande en stark ställning då de har utvecklat de rådande systemen som används. Ett högre arvode kan tas ut för produkter och tjänster av hög teknologisk karaktär.

# 9 Samhällsekonomisk utveckling

Den samhällsekonomiska utveckling som påverkar IT-branschen kan sammanfattas i följande punkter:

- Övergång till informationssamhälle.
- Ökad internationalisering.
- Ökad produktion i lågkostnadsländer.
- Ökad ekonomisk tillväxt på nya marknader

De mest omvälvande ändringarna i omvärlden och de starkaste drivkrafterna bakom efterfrågan på IT-tjänster hänger samman med övergången till informationssamhället. Effektiva IT-lösningar blir mer och mer integrerat med vardagen. Företagen efterfrågar IT-lösningar inte enbart för att minska kostnaderna utan även för att använda det som en konkurrensfördel. Det sker därför en omvandling till ett samhälle där datorintensiva produkter och tjänster, som innehåller omfattande datamängder kommer att produceras, distribueras och konsumeras elektroniskt via informationsnätverk. Produktionen och distributionen av fysiska produkter styrs även dessa redan till stor del via nätverk och i framtiden kommer dessa att bilda den grundläggande infrastrukturen för alla kärn- och stödprocesser som kan digitaliseras. Produktion och konsumtion går över från fysiska till elektroniska nätverk eftersom de senare hjälper kunderna att få produkter och tjänster snabbare, billigare, säkrare och med lägre miljöbelastning. Programvara och tjänster utvecklas i stor skala både för servrar och för terminaler. När produkter och tjänster blir digitala, kommer även produktutvecklingen att digitaliseras. Forsknings- och utvecklingsrelaterad systemutveckling är en växande sektor inom systemkonstruktion och integration.

Andra större externa processer som påverkar TietoEnators arbete är den ekonomiska integrationen i.o.m. en ökad internationalisering. Det innebär en ökad global konkurrens för IT-företagen som innebär att företagen ökar produktionen i lågkostnadsländer. En kombination av tillverkning på plats och produktion i lågkostnadsländer kommer därför antagligen att ingå i tjänsteerbjudandena från de större IT-leverantörerna. Den ökade internationaliseringen för även med sig att företa kan etablera sig på nya tillväxtmarknader.

## 10 SWOT-analys

### 10.1 Styrkor

- Starkt varumärke – etablerade sedan 1968.
- Upplevs som en attraktiv arbetsplats.
- Kompetent och erfaren personal.
- Anpassad affärsstrategi efter varje segment
- Brett utbud av tjänster och produkter
- En av de största aktörerna i Norden.

### 10.2 Svagheter

- Homogen styrelsesammansättning, inge med gedigen IT-erfarenhet t.ex.
- Låga poäng i medarbetarundersökningen.

### 10.3 Möjligheter

- Övergång till informationssamhälle.
- Ökad internationalisering.
- Ökad produktion i lågkostnadsländer.
- Ökad ekonomisk tillväxt på nya marknader

### 10.4 Hot

- Tidigare etablerade IT-lösningar.
- Växande efterfrågan på standardiserade lösningar och förvaltning.
- Generellt pressade priser i branschen.
- Fusion av konkurrenter

## 11 Redovisningsanalys

### 11.1 Redovisningsprinciper

TietoEnator Corporation är ett finskt börsnoterat företag, organiserat enligt finländsk lagstiftning med säte i Esbo. Företaget är noterat på Helsingfors- och Stockholmsbörsen.

Under 2005 övergick TietoEnator till IFRS och övergången skedde enligt IFRS 1, Första gången International Financial Reporting Standards tillämpas. TietoEnators övergångsdatum var den 1 januari 2004. Men när det gäller införandet av IAS 39 (Finansiella instrument: Redovisning och värdering) och IAS 32 (Finansiella instrument: Upplysningar och klassificering) var övergångsdatum den 1 januari 2005. När det gäller finansiella instrument har TietoEnator utnyttjat undantaget för förstagångstillämpare av IFRS att inte räkna om jämförelsetalen för 2004.

### 11.2 Noter

#### 11.2.1 Valutadifferenser

I koncernredovisningen används Euro. Transaktioner i utländsk valuta redovisas till den valutakurs som råder vid transaktionsdatumet. Poster i utländsk valuta i slutet av den finansiella perioden värderas till genomsnittskurs per balansdagen. I koncernredovisningen räknas resultaträkningarna för dotterbolag, vars funktionella valutor inte är Euro, om till Euro genom användande av genomsnittskurser som beräknas baserat på genomsnittskurserna i slutet av varje månad.

Deras balansräkningar räknas om med hjälp av genomsnittskursen på balansdagen. Eftersom TietoEnator verkar i länder med hög inflation kan detta ge stora effekter på företagets resultat mellan två olika redovisningsperioder.

### 11.2.2 Redovisning av intäkter

Intäkter utgörs av det verkliga värdet för försäljningen av IT-tjänster och produkter, efter avdrag för mervärdesskatt, rabatter och växelkursdifferenser. Tjänsterna innefattar i huvudsak utveckling av anpassade programlösningar, underhåll av programlösningar och bearbetnings- och nätverkstjänster. Produkter innefattar i huvudsak försäljning av programvarulicenser. Tjänsteförsäljning redovisas i den redovisningsperiod som tjänsten utförs. Intäkter från fastprisavtal och liknande typer av kundavtal redovisas enligt vinstavräkningsmetoden förutsatt att färdigställandegraden kan uppskattas på ett tillförlitligt sätt och att beloppen för intäkter och kostnader hänförliga till tjänsteavtalet kan uppskattas på ett tillförlitligt sätt. Om dessa villkor inte är uppfyllda, redovisas intäkter motsvarande de hittills uppkomna kostnaderna i den mån man förväntar sig att kunna återvinna dessa kostnader. Förluster i samband med långfristiga avtal redovisas när förlusterna identifieras och beloppen kan uppskattas på ett tillförlitligt sätt. Försäljning av varor redovisas när de ekonomiska risker och ekonomiska fördelar som är förknippade med ägandet av de sålda varorna har överförts till köparen och säljaren inte har en fortlöpande rätt att använda produkterna eller utövar någon reell kontroll över de sålda varorna.

### 11.2.3 Utgifter för forskning och utveckling

Forskningsutgifter kostnadsförs när de uppkommer. Utvecklingsutgifter hänförliga till större nya affärskoncept och programvaror aktiveras som immateriella tillgångar när deras framtida återvinningsvärden kan fastställas på ett tillförlitligt sätt och när övriga krav i IAS 38 är uppfyllda.

### 11.2.4 Goodwill

Redovisat värde för goodwill per 1 januari 2004 och anskaffningsvärde för goodwill som härrör från förvärv den 1 januari 2004 eller senare skrivs inte av. Nedskrivningsbehovet för sådan goodwill prövas årligen eller när händelser eller förändrade omständigheter tyder på att det redovisade värdet inte går att återvinna. Goodwill som förvärfvas i ett rörelseförvärv prövas årligen eller när händelser eller förändrade omständigheter tyder på att det redovisade värdet inte går att återvinna. När det gäller prövning av nedskrivningsbehovet fördelas goodwill på kassagenererande enheter, som baseras på koncernledningens rapporteringsstruktur vid övervakning av verksamheten. Om det redovisade värdet för en kassagenererande enhet överstiger dess återvinningsvärde redovisas en nedskrivning motsvarande denna skillnad.

## 12 Finansiell analys

Den finansiella analysen baseras på nyckeltal från kvartal fyra 2005 och de tre första kvartalen 2006.

### 12.1.1 Soliditet

Soliditeten anger företagets finansiella styrka och är ett mått på företagets långsiktiga överlevnadsförmåga. Ett vanligt riktmärke är att soliditeten ska vara mellan 30 och 40 procent. Soliditeten har de senaste fem åren varit; 39,8 48,8 60,8 55,5 61,9 alla siffror i procent. Det ger en genomsnittlig soliditet på drygt 53 procent. Det kan ses som en god soliditet. Soliditeten har dock minskat de senaste åren. Ackumulerat kvartal tre 2006 har företaget en soliditet på 33,3 procent.

### 12.1.2 Räntabilitet på totalt kapital

Är ett mått på TietoEnators lönsamhet. Måttet anger avkastningen på ägarnas satsade kapital. Räntabiliteten för totalt kapital fås genom att dividera resultat efter finansiella poster och räntekostnader med det genomsnittliga totala kapitalet. Per den sista september 2006 var den genomsnittliga räntabiliteten på totalt kapital drygt 10.

### 12.1.3 Räntabilitet på eget kapital

Räntabiliteten på eget kapital är även ett mått på lönsamhet och definieras som ovan. TietoEnator hade per den sista september en räntabilitet på drygt 32 procent.

#### **12.1.4 Kassalikviditeten**

Summa omsättningstillgångar minus varulager dividerat på summa kortfristiga skulder ger företagets likviditet och speglar förmågan att betala sina kortfristiga skulder. Den bör vara minst 100 procent för att klara av alla kortfristiga skulder. TietoEnator har en kassalikviditet på procent. Denna post har räknats ut efter 2005 årsredovisning.

#### **12.1.5 Vinstmarginal**

Vinstmarginalen visar hur mycket företaget får varje krona i omsättning. Formeln lyder resultat före finansiella poster plus finansiella intäkter dividerat på omsättningen. TietoEnator har en vinstmarginal på 9 procent.

#### **12.1.6 Rënteteckningsgrad**

Resultatet efter finansnetto plus finansiella kostnader dividerat med de finansiella kostnaderna. Måttet visar hur många gånger företagets resultat kan betala räntorna på de långfristiga lånen. Rënteteckningsgraden bör överstiga 3,5 och TietoEnator uppnår en täckningsgrad på 16 procent.

## 13 Antaganden

- **Bankräntan 5%** - Enligt en beräkning av genomsnittet av bankräntan mellan år 2005 och 2004 var TietoEnators ränta cirka 4 procent, vilket är lågt. Jag har därför antagit en bankränta på 5 procent.
- **Soliditet SYSS 50%**: - för att få fram soliditetsmålet har jag tagit soliditeten mellan åren 2004-2006 och räknat ut genomsnittet. Genomsnittet blev 56 procent. Jag ser det som något högt och har därför sänkt soliditetsmålet till 50 procent.
- **Evig tillväxt efter prognosperioden 3 %**- Trots TietoEnators framtidstro på en internationell expansion antar jag att tillväxttakten är lika med en BNP-utveckling. Det beror på att jag tror att konkurrensen om marknadsandelar kommer att vara hård.
- **Tillväxttakt för nettoomsättningen 6 %** - TietEnator tror på en tillväxt mellan 4-9 procent inom de olika marknaderna. I Norden 5-7 procent. Det tror jag stämmer. Det bekräftas dels av deras historik, dels av deras internationaliseringsstrategi.
- **Rörelsens kostnader 6 %** - I genomsnitt har rörelsens kostnader ökat med 6 procent de senaste åren. Enligt förhållandet omsättning/kostnader motsvarar en ökning på nettoomsättningen med 1 en ökning för rörelsens kostnader med 0,5.
- **Avskrivningar 7 %** - TietoEnator tillämpar olika avskrivningstakter. På byggnader är det 40 år, datorer skrivs av direkt, datorutrustning 1-4 år, övriga maskiner 5-8 år och övriga anläggningstillgångar 10 år. Jag har antagit en genomsnittlig avskrivningsandel, vilken har beräknats på år 2004 och år 2005s siffror.
- **Investeringar år 0** - 99 MEuro har skett under kvartal fyra 2005 och ackumulerat de tre första kvartalen 2006.
- **Investeringstillväxt 15 %** - TietoEnator brukar investera i genomsnitt sedan 2001 13 procent av omsättningen. Bolaget har uttryckt att de ska satsa ännu mer vilket kräver en högre investeringstillväxt.
- **Obligationsränta (riskfri ränta) 3 %** – enligt Årsredovisningen, vilket är den löpande beräknade avkastningen på en tioårig statsobligation.
- **Generell riskpremie – 5 %**
- **Betavärde för aktien 1,75** – enligt Avanza per den siste september 2006.
- **Inlåningsränta 5 %** – den genomsnittliga räntan, ränteintäkter har dividerats med kassa/bank.
- **Skattesats 30 %** – den effektiva skattesatsen år 2005 var 20,4 procent, år 2004 37 procent, 2003 var den 34, 2002 var den 35, Jag har därför antagit en effektiv skattesats på 30 procent.
- **Operativt kassabehov 10 %** – Generellt behövs 3 procent av omsättningen i kassabehov för att klara att driva verksamheten. Eftersom TietoEnator satsar offensivt krävs det en större kassa än 3 procent.
- **Rörelsekapital ökar med 3 % per år** – Omsättningen enligt vårt antagande ovan har ökat med 15 procent per år. Jag tror inte att kostnaden för rörelsekapital ökar i samma takt. Därför har jag antagit en lägre ökad kostnad på rörelsekapital.
- **Amorteringar 8 % per år** – TietoEnator redovisar inte denna uppgift. Jag har antagit en amorteringssuppgift som är baserad på en något lägre amorteringstakt än WM-datas (10 %).

## 14 Analys av proforma

<b>Resultaträkning</b>	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	
Nettoomsättning		1 759	1 865	1 977	2 095	2 221	2 288
Rörelsens kostnader		-1 552	-1 645	-1 743	-1 848	-1 959	-2 076
Avskrivningar		-59	-63	-67	-72	-77	-82
<b>Rörelseresultat</b>		<b>149</b>	<b>157</b>	<b>166</b>	<b>175</b>	<b>185</b>	<b>129</b>
Finansiellaintäkter		1	25	44	42	39	35
Finansiellakostnader		-9	-12	-11	-11	-14	-18
<b>Resultat före skatt</b>		<b>141</b>	<b>171</b>	<b>200</b>	<b>206</b>	<b>210</b>	<b>146</b>
Skatt		-28	-51	-60	-62	-63	-44
<b>Nettoresultat</b>		<b>113</b>	<b>120</b>	<b>140</b>	<b>144</b>	<b>147</b>	<b>102</b>

<b>Balansräkning</b>	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>		<b>729</b>	<b>765</b>	<b>812</b>	<b>871</b>	<b>944</b>	<b>1 035</b>
Överlikviditet		-	723	666	600	522	437
Varulager		-	-	-	-	-	-
Kundfordringar		286	295	303	313	322	332
Övriga kortfristiga fordringar		14	14	15	15	16	16
Övriga omsättningstillgångar		286	295	303	313	322	332
Likvida medel		106	186	198	210	222	229
<b>Summa omsättningstillgångar</b>		<b>691</b>	<b>1 513</b>	<b>1 485</b>	<b>1 450</b>	<b>1 404</b>	<b>1 345</b>
<b>S:a Tillgångar</b>		<b>1 420</b>	<b>2 278</b>	<b>2 297</b>	<b>2 320</b>	<b>2 348</b>	<b>2 380</b>
Ingående eget kapital		460	709	689	687	688	738
Årets resultat		113	120	140	144	147	102
<b>S:a Eget kapital</b>		<b>573</b>	<b>829</b>	<b>829</b>	<b>831</b>	<b>835</b>	<b>841</b>
Lån		245	225	207	191	176	161
Finansieringsbehov		-	-	-	41	138	243
Ej räntebärande skulder		602	620	639	658	678	698
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>		<b>1 420</b>	<b>1 674</b>	<b>1 675</b>	<b>1 720</b>	<b>1 826</b>	<b>1 943</b>

<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>818</b>	<b>1 658</b>	<b>1 658</b>	<b>1 662</b>	<b>1 670</b>	<b>1 682</b>
Utdelning	- 136	140	142	143	97	841

**Nyckeltal**

<i>Soliditet</i>	40%	36%	36%	36%	36%	35%
<i>Soliditet syss</i>	70%	50%	50%	50%	50%	50%
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>	40%	18%	17%	18%	18%	13%
<i>Räntetäckningsgrad</i>	15,56	12,38	14,36	14,99	12,61	6,19
<i>Räntabilitet på totalt kapital</i>	10%	9%	9%	9%	9%	6%
<i>Kassalikviditet</i>	115%	244%	233%	220%	207%	193%
<i>Vinstmarginal</i>	9%	6%	7%	7%	7%	4%

<b>Kassaflödesanalys</b>	<b>ÅR 1</b>	<b>ÅR 2</b>	<b>ÅR 3</b>	<b>ÅR 4</b>	<b>ÅR 5</b>
Redovisat Resultat (Nettoresultat)	120	140	144	147	102
+Avskrivningar	63	67	72	77	82
+Räntekostnad efter skatt	8	8	8	10	13
-/+Kundfordringar	-9	-9	-9	-9	-10
-/+Lager	0	0	0	0	0
-/+Kortfristiga skulder	619	613	614	636	659
-/+Likvida medel	-80	-11	-12	-13	-7
<b>A Kassaflöde från rörelsen</b>	<b>721</b>	<b>808</b>	<b>817</b>	<b>848</b>	<b>841</b>
- Investeringsverksamhet	-99	-114	-131	-151	-173
<b>B Fritt Kassaflöde till företaget FKFF</b>	<b>622</b>	<b>694</b>	<b>686</b>	<b>697</b>	<b>667</b>

**Beräkningar**

CAPM= $r_e=r_f+(R_m-r_f)*\text{Beta}$	$R_e=0,03+(0,055*1,75)$		
MRP=( $R_m-r_f$ )		CAPM =	<b>0,118</b>
WACC <sub>syss</sub>			
E=50%	$0,50*0,118$	<b>0,059</b>	
S = 50%	$0,50*(0,05*0,72)$	<b>0,018</b>	
T=100%		WACC syss =	<b>0,077</b>

**Indirekt C-f värdering**

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Terminlavärde	
FKFF WACC 7,7%	622	694	686	697	667	687	
	0,9287	0,8625	0,8010	0,7439	0,6909	0,0468	
	<b>578</b>	<b>599</b>	<b>549</b>	<b>519</b>	<b>461</b>		= 14 703
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>2 706</b>						x 0,6909
							= <b>10 159</b>
Prognosperiod	2 706						
Terminalvärde	10 159						
Överlikviditet	-						
<b>Summa Företagsvärde</b>	<b>12 865</b>						
-Lån	245						
<b>Summa Aktievärde</b>	<b>12 620</b>						
Antal aktier	735						
<b>Pris per aktie</b>	<b>17,17</b>						

## 15 Slutsatser TietoEnator

*Slutsatserna presenteras i uppsatsens följande avsnitt "Resultat Företagsvärdering" och "Analys och tolkning" samt "Slutsatser".*

## **Bilaga 9**

Värdering TietoEnator utifrån en  
SRI-analys

# Innehållsförteckning

1	FÖRETAGETS HISTORIK OCH NUVARANDE VERKSAMHET .....	3
2	- TRENDER OCH RISKER UTIFRÅN ETT SOCIALT- EKONOMISKT- OCH ETT MILJÖPERSPEKTIV .....	3
3	DRIVKRAFTER I IT-BRANSCHEN .....	3
3.1	2.1.2 Direkta drivkrafter för efterfrågan.....	3
4	STYRELSE, LEDNINGSGRUPP OCH ORGANISATION .....	4
4.1	Ledning .....	4
4.2	Styrelse.....	4
4.3	Uppförandekod, bolagsstyrning, företagsledningens agerande och risk- och krishantering.....	5
5	TJÄNSTER OCH PRODUKTER .....	6
6	FORSKNING OCH UTVECKLING .....	7
7	INVESTERINGAR .....	7
8	FAKTISKA OCH POTENTIELLA MARKNADER .....	7
8.1	Försäljningssiffror för marknaden.....	8
9	STRATEGI FÖR MILJÖ- OCH KLIMAT .....	8
9.1	Miljöpolicy.....	8
10	KONKURRENSANALYS .....	9
11	BRANSCHANALYS .....	9
11.1	Graden av konkurrens bland existerande företag .....	9
11.2	Hot från nya aktörer.....	9
11.3	Substitut.....	9
11.4	Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka .....	9
11.5	Hur lyckas WM-data möta de risker och trender som identifierats i omvärldsanalysen?.....	10
12	SWOT-ANALYS .....	10
12.1	Styrkor .....	10
12.2	Svagheter .....	11
12.3	Möjligheter.....	11
12.4	Hot .....	11
13	REDOVISNINGSANALYS .....	11
13.1	Redovisningsprinciper.....	11
13.2	Noter.....	11
14	FINANSIELL ANALYS .....	12
15	ANTAGANDEN .....	13
16	ANALYS AV PROFORMA.....	15
17	SLUTSATSER WM-DATA .....	18

# 1 Företagets historik och nuvarande verksamhet

Bolaget Tieto startade 1968 och slogs samman med Enator 1999, vilka grundades 1995. TietoEnator erbjuder konsulttjänster, utveckling, drift och förvaltning av affärsverksamheter. Bolagets verksamhet bedrivs inom följande affärsområden: Bank och Försäkring, Hälsa och Valfärd, Skog och Energi, Offentlig sektor, Handel, TeleKom och Media. De största affärsområdena är TeleKom och Media, Offentlig sektor samt Bank och försäkring. Bolaget verkar i över 25 länder och har drygt 15 000 anställda. Deras största marknader är Finland, Sverige, Tyskland och Norge. Marknadsandelen i Sverige ökade från nio till femton procent under 2005, vilket gör dem till den största aktören på denna marknad. Företaget verkar för att bli en av världens ledande IT-leverantörer. För att nå detta mål så kommer TietoEnator inom de närmaste åren att erbjuda radikalt nya digitala innovationer som kommer att hjälpa kunderna att förbättra både sin verksamhet och sin produktivitet. Förutsättningen för att detta ska vara möjligt är att växa inom deras affärsområden och fördjupa IT- och FoUsamarbetena med våra kunder.

År 2005 omsatte koncernen 1681,6 MEuro, vilket är en tio-procentig ökning sedan 2004. Resultatet före skatt uppgick till 173,6 Meuro. TietoEnators aktier är noterade på HEX Helsinki Exchanges och på Stockholmsbörsen.

## 2 - Trender och risker utifrån ett socialt-ekonomiskt- och ett miljöperspektiv

Samhället står inför nya utmaningar och risker när det gäller den ekonomiska, sociala och miljömässiga utvecklingen. Tre globala trender kommer att förändra IT-branschen. Dessa är:

- Miljöförändringar
- Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter
- Ökat krav på transparens för företagen.<sup>1</sup>

Den första trenden kommer inte att påverka IT-branschen som de två andra trenderna gör. De två sistnämnda påverkar redan idag IT-branschen genom t.ex. nya riktlinjer för bolagsstyrning och ett ökat krav på satsning på humankapital. Det innebär att IT-branschen står inför ett fundamentalt förändringsbehov. Det är speciellt viktigt att TietoEnator har en långsiktig strategi för hur de ska kunna utveckla och behålla kompetent personal och hur de ska kunna attrahera kompetent personal med erfarenhet. I och med att TietoEnator planerar och öka sin internationalisering, speciellt i låglöneländer är det även viktigt att de ser till att personalen i dessa länder behandlas på samma sätt som personalen i de nordiska länderna. Till sist är det viktigt att de levererar den information som investerare och intressenter kräver på ett öppet och transparent vis.

## 3 Drivkrafter i IT-branschen

Det är främst trenden "Ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter" som påverkar IT-branschen.

### 3.1 2.1.2 Direkta drivkrafter för efterfrågan

Trycket för en förändring av IT-branschen är inte lika stark som den var på slutet av nittioalet. Branschen präglas idag av stagnation och mognad. IT-lösningar ingår i alla samhällets och företagens processer och kunderna kräver därför mer effektiva IT-lösningar som ska vara integrerat med vardagen. Kunderna efterfrågar IT-lösningar inte enbart för att minska kostnaderna utan även för att använda det som en konkurrensfördel. Tillförlitligheten ska av de levererade tjänsterna ska vara hög. Efterfrågan karaktäriseras av service och kvalitet till ett billigt pris. Prispressen gör att företagen måste standardisera sina lösningar.

<sup>1</sup> Se Bilaga 3, Värdering av Lundin Petroleum utifrån SRI för en beskrivning av trenderna. Det är enbart ökad satsning på humankapital och krav på respekt för mänskliga rättigheter samt ökat krav på transparens för företagen som är intressant för WM-data

Förändringarna ställer höga krav på IT-företagens personal. De behöver inte bara kunna leverera teknik utan även ha kunskap om teknologin och förståelse om kundernas verksamhet. Det företag som har den bästa kunskapen om respektive verksamhet de verkar i och kan leverera den bästa integrerade lösningen till ett bra pris kommer att kunna konkurrera ut de andra företagen.

## 4 Styrelse, ledningsgrupp och organisation

TietoEnator följer den finska "Corporate Governance Recommendation for Listed Companies" (rekommendation avseende företags styrelse för börsnoterade företag).

### 4.1 Ledning

Styrelsen utser koncernchefen och verkställande direktör. Koncernchefen och verkställande direktören ansvarar för att koncernens finansiella resultat är i enlighet med lagens och styrelsen anvisningar samt för den dagliga ledningen och administrationen. Koncernchefen och verkställande direktören leder koncernledningen (Corporate Management Team, CMT), som förutom honom själv består av vice verkställande direktören, affärsområdescheferna, cheferna för Strategic Customer Operations och Strategic Offering samt andra högre chefer. Syftet med CMT är att bistå koncernchefen och verkställande direktören i hans arbete. Affärsområdescheferna har ansvar för ekonomiskt resultat, utveckling samt övervakning av respektive affärsområde. De högre cheferna ansvarar för samordningen på koncernnivå samt ledningen av respektive område. Hela den högsta ledningen har gemensamt ansvar för att aktuell lagstiftning, föreskrifter, koncernens riktlinjer samt styrelsens beslut följs i hela företaget.

<u>Ledningsgruppens sammansättning</u>	<u>Post</u>
Pentti Heikenen	Koncernchef och vd
Åke Plyhm,	Vice Koncernchef
Carl-Harald Andersson,	Senior Vice President för Forest & Energy
Ari Karppinen,	Direktör, Processing & Network
Carl-Johan Lindfors,	Direktör, Healthcare & Welfare,
Jukka Rosenberg,	Direktör, Banking & Insurance
Anja Vainio,	Direktör, Government, Manufacturing & Retail,
Ari Vanhanen,	Direktör, Telecom & Media
Pekka Viljakainen,	Direktör, Digital Innovations
Juhani Strömberg,	Senior Vice President, Strategic Offering,
Pentti Huusko,	Senior Vice President, Operational Excellence,
Håkan Friberg,	Direktör, Human Resources,
Päivi Lindqvist,	Senior Vice President, Communications and Investor Relations
Jouko Lonka,	Direktör, juridiska frågor
Timo Salmela,	Direktör, finans och ekonomi samt strategi

### 4.2 Styrelse

TietoEnators styrelse ska enligt bolagsstyrning ha minst sex och högst tolv ledamöter och samtliga ledamöter har en mandattid om ett år. Det som skiljer sig från andra styrelser är att enbart en betydande majoritet av styrelseledamöterna ska vara oberoende av företaget (inte anställda av företaget och inte ha väsentlig koppling till företaget som kan påverka deras oberoende). Oftast brukar börsföretag ha som regel att ingen i styrelsen ska vara beroende av företagets verksamhet. Efter bolagsstämman år 2005 bestod styrelsen av sex ledamöter som ej är anställda i företaget (inklusive ordförande och vice ordförande), TietoEnators koncernchef och verkställande direktör samt två personalrepresentanter. Styrelsens arbete utvärderas årligen. Utvärderingen avser hur styrelsen genomfört sin årsplanering, vad olika intressenter förväntar sig av styrelsen, huruvida styrelsens arbetsbeskrivningar är uppdaterade och hur effektivt styrelsens arbete har varit. Utvärderingen beaktas när förslaget om styrelsens sammansättning och dess årsplanering utformas. Utfallet av denna utvärdering presenteras inte.

Styrelsens övergripande uppgift enligt bolagsstyrningen är att generera högsta möjliga aktieägarvärde på lång sikt. Det ska samtidigt som företaget ska ta hänsyn till förväntningarna hos företagets olika intressenter. Det innebär t.ex. att styrelsen ska bekräfta företagets värderingar, strategi och organisationsstruktur, ta beslut om utdelningspolicy och godkänna företagets årsplan och budget.

<u>Styrelsesammansättning</u>	<u>Post</u>	<u>Invald</u>
-------------------------------	-------------	---------------

Matti Lehti	Ordförande	2006
Anders Ullberg	Vice Styrelseordförande	1999
Mariana Burenstam Linder	Styrelseledamot	2005
Elisabeth Eriksson	Styrelseledamot	2000
Bengt Halse	Styrelseledamot	2004
Olli Martikainen	Styrelseledamot	2000
Olli Riikkala	Styrelseledamot	2004
Pirjo Salo	Styrelseledamot	2004

Flertalet styrelsemedlemmar har en gedigen bakgrund och erfarenhet från tidigare styrelsearbeten och finansiella verksamheter i större börsbolag. Styrelsen har dock en för homogen åldersstruktur, alla utom en är födda på 40-50-tal. Det vore även bra att bolaget rekryterade någon med gedigen IT-kunskap. Könsfördelningen inom styrelsen är jämnt fördelad.

### 4.3 Uppförandekod, bolagsstyrning, företagsledningens agerande och risk- och krishantering

I början av år 2005 etablerade Tieto Enator sitt ramverk för ansvarsfullt företagande som inkluderar de olika områdena för företagets styrning, uppförandekod, HR, hälsovård samt säkerhet på arbetsplatsen samt miljö. I samband med detta, antog företaget en uppdaterad uppförandekod och nya principer inom områdena hälsovård och säkerhet på arbetsplatsen, miljö samt HR. Ramverket för ansvarsfullt företagande är utformat i enlighet med riktlinjer och definitioner i FNs Global Compact-initiativ och SAI (Social Accountability International), SA 8000.

#### 4.3.1 Uppförandekod

Syftet med uppförandekoden är att förmedla TietoEnators gemensamma etiska värderingar och affärsprinciper till målgrupperna och ge intern vägledning i företagets dagliga strävan att bygga informationsgemenskapen – vilket är TietoEnators affärsidé. TietoEnators globala verksamhet vilar på en stark etisk grund. Företaget arbetar för rättvis konkurrens i enlighet med tillämpliga lagar. Medarbetarna förväntas bedriva en både hård och rättvis konkurrens under verksamhetsutövandet. I alla länder där Tieto Enator bedriver verksamhet följer företaget de lagar och föreskrifter som gäller i det landet. I situationer där lagen inte ger någon vägledning, tillämpar Tieto Enator egna standarder som bygger på företagets värderingar och kultur.

#### 4.3.2 Bolagsstyrning

TietoEnator satsar till fullo på en god styrning av företaget och följer den finska "Corporate Governance Recommendation for Listed Companies" (rekommendation avseende företagets styrelse för börsnoterade företag). Rekommendationen har publicerats av Helsingforsbörsen (OMX Helsinki), Centralhandelskammaren i Finland samt Industrins och Arbetsgivarnas Centralförbund, som trädde i kraft den 1 juli 2004. Se vidare beskrivning i stycket *Styrelse*.

#### 4.3.3 Risk- och krishantering

På TietoEnator betraktas riskhantering som en väsentlig del av en god företagsledning. I koncernens riktlinjer för riskhantering definieras riskkonceptet, ett ramverk för riskhantering och ansvaret för riskerna. TietoEnators ramverk för riskhantering utgörs av strukturerade processer och metoder som är integrerade i systemen för koncernen, affärsområdena och affärsenheterna så att riskerna systematiskt kan identifieras, analyseras, utvärderas, behandlas, övervakas och kommuniceras. Ansvaret för risker kan inte separeras från affärsverksamheten. Varje chef har ansvaret för riskhantering och risker som är hänförliga till dennes verksamhet. Riskerna har delats in i fyra områden: strategiska, operativa och ekonomiska risker samt risker det går att försäkra sig emot. Strategiska risker kan påverka hur TietoEnator uppnår de strategiska målen. Därför är identifiering och analys av strategiska risker samt åtgärder för att minska dessa integrerade i företagets planeringssystem. Hanteringen av de operativa riskerna är integrerad i de processer som rör kärnverksamheten och beskrivs i affärssystemet. Viss verksamhet som betraktas som verksamhetskritisk, såsom hanteringen av finansiella risker, kontinuitet i verksamheten och företagets säkerhet, har separata riskhanteringsprogram. De risker som uppstår i samband med företagets verksamhet och som härrör från egendom, avbrott i verksamheten samt förpliktelser vid skada täcks av försäkringar. Dessa riskexponeringar omfattas av företagsövergripande riktlinjer. Lokal lagstiftning och lokal praxis ställer olika typer av krav på risker som det går att försäkra sig emot, såsom försäkring avseende medarbetare. Denna typ av risker hanteras lokalt. Revisions- och riskkommittén har granskat riskhanteringsens täckning, ledningens bedömning av betydande risker samt försäkringarnas omfattning. De interna kontrollsystemen är integrerade i

TietoEnators ledningssystem. Definition och uppföljning av beslutsansvar och befogenhet inom koncernen utgör grunden för den interna kontrollen. Den interna ekonomiska styrningen bygger på en grundlig ekonomisk övervakning där utfall jämförs med budgetar, prognoser och föregående perioder. Operativa risker kontrolleras genom de affärssystem som används av TietoEnators affärsenheter, inklusive interna och externa revisioner. Företaget har beslutat att inrätta en separat funktion för riskhantering och intern revision som rapporterar direkt till revisions- och riskkommittén.

### **Beredskapsplaner och företags säkerhet**

Säkerhetsrisker är indelade i två huvudkategorier: ICT-baserade risker (informations- och kommunikationsteknik) och risker baserade på fysisk säkerhet eller personalsäkerhet. Koncernövergripande bestämmelser, regler och riktlinjer omfattar bägge kategorierna. Att affärsenheterna följer den koncernövergripande säkerhetsdokumentationen kontrolleras via egna utvärderingar och granskningar vilka innefattar både ICT-infrastruktur och fysisk säkerhet.

### **Styrssystem**

Grunden för kontroll och ledning av koncernens affärsverksamhet är planerings- och rapportsystemen. Styrsystemet bygger på principerna för balanserade styrkort så att, utöver de finansiella målen och nyckeltalen, även kund-, personal- och interna processer har angivna mål och nyckeltal. Planeringssystemen består av strategiska planer som revideras årligen, och årliga handlingsplaner som bygger på dessa. Samtliga dessa planer godkänns av styrelsen. Rapportsystemen består av månatliga resultatrapporter, rullande prognoser samt interna och publicerade kvartalsrapporter.

### **4.3.4 Personalpolitik**

I slutet av året uppgick antalet anställda i lågkostnadsländer till 1 200 personer och TietoEnator planerar att öka antalet till cirka 2 000 i slutet av 2006.

TietoEnator anser att en av de viktigaste framgångsfaktorerna för att de ska lyckas bli en av världens ledande leverantörer av IT-tjänster är företagets personal. I 2005 års medarbetarundersökning fick företaget dock låga betyg. En sak som behövdes förbättra var ledarskapet. Ledarna ska därför få en kontinuerlig utbildning för att utvecklas som ledare men även för att klara av den internationella expansionen. Som en del i den satsningen har ett ledarskapsprogram tagits fram för att utveckla chefernas kompetenser inom coachning, kommunikation, konflikthantering, förändringshantering och när det gäller att motivera andra.

Övriga medarbetares utveckling delas in i tre olika områden. Det första är att alla ska ha en personlig utvecklingsplan. För det andra och tredje ska alla få utbildning för att kunna leda och projekt och en säljutbildning. Båda grupperna ska kontinuerligt utveckla sina kunskaper om kundernas affärsverksamheter och den senaste informationsteknologin.

I TietoEnators HR-policy fastställs grundläggande riktlinjer och rutiner för personal och arbetsplatser. Denna policy kompletterar Tieto Enators HR-strategi, som beskriver affärsidé, mål och utvecklingsprocesserna för TietoEnator avseende de personella resurserna. TietoEnator stöder och respekterar principerna i deklarationen om de mänskliga rättigheterna. TietoEnators minimikrav vad gäller ansvar är att iaktta de juridiska krav som tillämpas i respektive verksamhetsland och ansvarsområdet inom HR är anpassat efter nationell lagstiftning inom detta område.

## **5 Tjänster och produkter**

TietoEnator Processing & Network erbjuder kunderna att outsourca hanteringen av den dagliga IT- och kommunikationsverksamheten (ICT). De erbjuder även lösningar för ekonomistyrning, personal- och lönehantering från de ledande nordiska leverantörerna Personec och Economa. TietoEnator erbjuder sina kunder möjligheten att utnyttja fördelarna med global sourcing av programvaror. TietoEnator erbjuder tjänster inom de tidigare nämnda affärsområdena.

- Inom Bank och försäkring utvecklas globala lösningar av senaste teknologin med hjälp av strategiska partnerskap. Partnerskapstjänsterna innebär en utveckling, underhåll och integration av informationssystem tillsammans med kunden. Det innebär även Outsourcingtjänster, Globala lösningar, Kärnsystem och Internetbanksystem, betalnings- och kortsystem.

- Inom Telekom och media arbetar de med kunder inom alla undersektorer, exempelvis innehållsleverantörer till operatörer och leverantörer av nät och mobila terminaler. De erbjuder utveckling, underhåll och integration av datasystem, Outsourcingtjänster samt FoU-tjänster.
- Inom Hälsa och sjukvård levererar de IT-lösningen för inköp, produktion och försäljning. Tieto Enator har sedan slutet av sextioalet levererat IT-lösningar till vården. Idag erbjuder helhetslösningar för hela värdekedjan. Det innebär att de tar ett övergripande ansvar för IT-stödet till sjukvårdens processer. Inom Energi- och Skogsbranschen levererar TietoEnator system för massa-, pappers- och träproduktindustrin samt för skogsbruk. De erbjuder förbättringar av kärnprocesser i energisektorn, lösningar till elbolag och olje- och gasbolag och vanliga IT-tjänster.
- Inom affärsområdet Offentlig förvaltning, Detaljhandel och Tillverkning erbjuder de ett flertal lösningar. De erbjuder t.ex. lösningar för utveckling, byggande och användning av digitala lösningar inom offentlig administration. De erbjuder hantering av olika produktlösningar samt integrationslösningar till tillverkningsindustrin. De erbjuder även utveckling och underhåll av den digitala värdekedjan hos internationell detaljhandel och logistikföretag.
- Digital Innovations utvecklar och intensifierar arbetet med kundföretagets digitala självbetjäningssystem, samt ökar synergieffekterna mellan TietoEnators vertikala affärsområden och påskyndar produktpaketeringar och integrationsprocesser för de viktigaste digitaliserade självbetjäningssystemen. Följande tjänster och produkter erbjuds:
  - Digital kundinteraktion
  - Digitala portaler och kommunikationslösningar
  - Utformning och implementering av digitala
  - självbetjäningstjänster
  - Konsulttjänster avseende affärsverksamhet,
  - Arkitektur och teknik
  - Tjänster för affärsprocesser och informationsintegration
  - Projektledning och förändringshantering
  - Innehållshantering och dokumenthantering
  - Lösningar för verksamhetsuppföljning

## 6 Forskning och utveckling

Tieto Enator bedriver forskning främst inom områdena telekom, utveckling av terminaler och programvaror. Det görs genom samarbeten med företag i lågkostnadsländer (Ryssland och Kina).

## 7 Investeringar

Tillväxt, lönsamhet och nya kunder kräver nyinvesteringar. År 2005 investerades en summa på 270,3 MEuro, vilket motsvarar drygt 16 procent av TietoEnators omsättning. Investeringarna går till att expandera globalt. En investering kan vara ett förvärv, utveckling av lösningar, en värdestyrd affärsmodell, processutveckling eller att göra särskilda sällsatsningar på en viss kund. Det ska göra inom följande affärsområden; bank, Telekom, vård, elindustrin, skogssektorn och Digital Innovations. Sammanlagt investerades 192,0 (109,3) MEuro i förvärv under 2005.

## 8 Faktiska och potentiella marknader

TietoEnator är aktiv på IT-marknaden. Marknaden har gått ifrån en teknologidrivna tillväxtbransch till en mer traditionell serviceindustri. Det betyder att kunskapen om hur tekniken används blir viktigare än tekniken i sig. Tillväxten i de mogna delarna av branschen kommer att hållas tillbaka av konkurrens och prispress. Det finns emellertid också tjänster enligt TietoEnator som skapar helt nya värdenivåer för kunderna. Dessa tjänster är hänförliga till transformationsprojekt (såsom stora förnyelser av kärnsystem) och utvecklingen av nya intäktsgenererande digitaliserade tjänster (såsom att skapa nya tjänster baserat på självbetjäningssystem).

## 8.1 Försäljningssiffror för marknaden

TietoEnator har verksamhet i följande länder: Belgien, Danmark, Estland, Finland, Frankrike, Indien, Indonesien, Italien, Kanada, Kina, Lettland, Litauen, Malaysia, Nederländerna, Norge, Portugal, Ryssland, Singapore, Slovakien, Storbritannien, Sverige, Tjeckien, Tyskland, Ukraina, USA och Österrike. TietoEnator har enbart minskat omsättningen i Frankrike om kvartal fyra 2005 och de tre första kvartalen 2006 studeras. I övriga länder har omsättningen ökat.

Land	Omsättning MEuro
Sverige	509
Tyskland	116
Norge	100
Finland	797
Danmark	53
Storbritannien	44
Nederländerna	23
Frankrike	11
Övriga	89
<b>Totalt</b>	<b>1744</b>

Affärsområde	Omsättning MEuro	Antal anställda
Banking & Insurance	273	2211
Telecom & Media	540	5492
Government, Manufacturing & Retail	243	1968
Healthcare & Welfare	142	1245
Forest & Energy	158	1214
Processing & Network	364	1960
Övrigt	24	2382
<b>Totalt</b>	<b>1744</b>	<b>16472</b>

## 9 Strategi för miljö- och klimat

TietoEnator anser att ett ansvar för människor och miljö förbättrar företagets ekonomiska resultat på sikt. De anser även att en god ekonomisk utveckling utgör i sin tur en stabil grund för de miljömässiga och sociala aspekterna av ett ansvarsfullt företagande.

### 9.1 Miljöpolicy

TietoEnator stöder en förebyggande ansats när det gäller miljöarbete och att verksamheten bedrivs på ett ansvarsfullt sätt. För TietoEnator betyder "ett ansvarsfullt sätt" att bedriva verksamheten enligt följande:

- Försiktig användning av naturresurser
- En ambition att införa ett aktivt beteende för att minimera inverkan på miljön i förväg, i stället för att reagera på olämpligt och miljöfarligt beteende.

I enlighet med denna policy följer TietoEnator alla tillämpliga miljölagar och allmänna affärsmetoder i branschen för IT-tjänster och strävar efter att hantera alla delar av verksamheten på ett sätt som minskar den negativa effekten på miljön.

Företaget har ingen miljörapportering eller uppföljning av miljöpolicy. Därför har TietoEnators strategi för miljö och klimat brister.

## 10 Konkurrensanalys

Det råder hård konkurrens på marknaden för IT-tjänster. TietoEnator anses som den näst största leverantören av programvara och tjänster i Norden som helhet, efter IBM. På de vertikala marknaderna inom Offentlig sektor, Telekom samt Elindustrin placerar sig emellertid TietoEnator som den största leverantören före IBM. Sett utifrån TietoEnators perspektiv är konkurrenterna väldigt olika, beroende på bransch, tjänstetyp och geografi. TietoEnators konkurrenter kan delas upp i fyra olika grupper: stora, internationella tjänsteleverantörer, inklusive företag i lågkostnadsländer, horisontella programvaruföretag, vertikalt fokuserade företag inom lösningar samt företag inom FoU-tjänster. De vanligaste konkurrenterna är internationella leverantörer av IT-tjänster, exempelvis Accenture, CapGemini, HP och IBM.

TietoEnators konkurrensstrategi ser lite olika ut beroende på i vilket affärsområde som studeras. Alla tre konkurrensstrategierna är representerade. De använder strategin "kostnadsöverlägsenhet" där kunden enbart kräver en standardiserad tjänst eller produkt. Där kunden vill ha en unik produkt använder de sig av differentiering. I vissa fall fokuserar TietoEnator på olika segment och geografiska marknader. De har skaffat sig specialkompetens om segmenten och de företags verksamheter för att kunna konkurrera ut andra IT-företag.

## 11 Branschanalys

Kunderna på IT-marknaden söker färre och starkare leverantörer. Då står sig TietoEnator starkt i konkurrens mot de mindre aktörerna. Branschen ses som lönsam trots ökat konkurrenstryck och pressade priser. Uppgifterna om olika företags andelar av marknaden visar på en tydlig skillnad mellan den finska och den svenska IT-marknaden. Finland är en mycket koncentrerad marknad där de fem största leverantörerna har huvuddelen av den sammanlagda marknaden medan de största aktörerna i Sverige endast har måttliga marknadsandelar.

### 11.1 Graden av konkurrens bland existerande företag

Konkurrensen på IT-marknaden är hård och kampen om marknadsandelarna är intensiv. WM-data, TietoEnator och IBM är störst i Sverige och Finland. TietoEnator är aktörer på den globala marknaden, där huvudkonkurrenter är de ledande globala leverantörerna av IT-tjänster i västvärlden samt de lågkostnadsaktörer som fokuserar på tjänster med högt mervärde med inriktning på samma vertikala sektorer som TietoEnator.

### 11.2 Hot från nya aktörer

TietoEnator såsom WM-data har varit etablerade sedan 1969 och har redan stora marknadsandelar i Norden med gott rykte. Det är svårt att tro på en ökad konkurrens från de stora internationella aktörerna eftersom den nordiska marknaden anses för liten. Däremot om WM-data blir uppköpt av LogicaCMG får de en ännu hårdare konkurrens på den nordiska marknaden. Hotet för större internationella aktörer på den globala marknaden är stor. De redan stora företagen köper upp mindre aktörer och vinner därmed marknadsandelar. TietoEnator har själva genomförvärv och sammanslagningar.

### 11.3 Substitut

Det råder ständigt ett hot av ny mjukvara och IT-lösningar. TietoEnator följer dock utvecklingen genom att bedriva en egen forskning och utveckling genom olika partnerskap. De har även ett gott samarbete med Microsoft. Stora delar av lösningarna är baserade på komponenter från Microsoft, vilket även kan vara en nackdel. Inom den närmsta framtiden kommer det inte att finnas ett substitut för IT-lösningar.

### 11.4 Köparnas och säljarnas förhandlingsstyrka

Köparna har de senaste åren fått en starkare position i jämförelse med perioden före det att IT-bubblan sprack. De överpriser som säljarna tidigare kunde ta ut har normaliserats till vanliga arvoden för konsulter. Däremot har säljarna fortfarande en stark ställning då de har utvecklat de rådande systemen som används. Ett högre arvode kan tas ut för produkter och tjänster av hög teknologisk karaktär.

## 11.5 Hur lyckas WM-data möta de risker och trender som identifierats i omvärldsanalysen?

Bedömningen har utgått från följande bedömningsintervall:

100-80 procent Mycket bra

79-50 procent Bra

49-0 procent Inte bra

Dimension	Kriterium	Poäng
Ekonomisk	<p>Finns det en uppförandekod och hur efterlevs den? (Code of Conduct)</p> <p>Vilken bolagsstyrning råder? Hur agerar företagsledningen? (Corporate Governance)</p> <p>Hur hanteras risker och kriser?</p> <p>Hur arbetar företaget med IT-säkerhet?</p>	<p>+0,2</p> <p>Alla de ställda frågorna inom denna upplevs som en viktig strategisk fråga för företaget. De har klara och tydliga regler och en bra uppföljning. En svaghet ligger i att de inte redovisar hur uppförandekoden följs i låglöneländer.</p>
Miljö	<p>Vilken miljöpolicy har företaget och strategisk miljöledning?</p> <p>Hur faller deras miljöarbete ut? (Eco-Efficiency)</p> <p>Hur ser företagets miljörapportering ut?</p>	<p>-0,2</p> <p>Företaget har en ingen miljörapportering eller uppföljning av miljöpolicyen. Därför har TietoEnators strategi för miljö och klimat brister. Miljöpolicyen är dock bra.</p>
Social	<p>Hur arbetar företaget med humankapital?</p> <p>Vilka arbetsvillkor har företaget?</p> <p>Vilken social rapportering gör företaget?</p> <p>Hur ser företagets inköpsorganisation ut?</p>	<p>+0,2</p> <p>Företaget ser humankapital som något viktigt. De vet hur de ska arbeta med denna fråga och de gör individuell uppföljning. De är medvetna om problemen som medföljer när de verkar i låglöneländer. De följer FNs principer för mänskliga rättigheter och gör en social rapportering enligt FN:s Global Compact-initiativ och SAI (Social Accountability International), SA 8000.</p>

## 12 SWOT-analys

### 12.1 Styrkor

- Starkt varumärke – etablerade sedan 1968.
- Upplevs som en attraktiv arbetsplats.
- Kompetent och erfaren personal.
- Anpassad affärsstrategi efter varje segment
- Brett utbud av tjänster och produkter

- En av de största aktörerna i Norden.

## 12.2 Svagheter

- Homogen styrelsesammansättning, inge med gedigen IT-erfarenhet t.ex.
- Låga poäng i medarbetarundersökningen.

## 12.3 Möjligheter

- Övergång till informationssamhälle.
- Ökad internationalisering.
- Ökad produktion i lågkostnadsländer.
- Ökad ekonomisk tillväxt på nya marknader

## 12.4 Hot

- Tidigare etablerade IT-lösningar.
- Växande efterfrågan på standardiserade lösningar och förvaltning.
- Generellt pressade priser i branschen.
- Fusion av konkurrenter

# 13 Redovisningsanalys

## 13.1 Redovisningsprinciper

TietoEnator Corporation är ett finskt börsnoterat företag, organiserat enligt finländsk lagstiftning med säte i Esbo. Företaget är noterat på Helsingfors- och Stockholmsbörsen.

Under 2005 övergick TietoEnator till IFRS och övergången skedde enligt IFRS 1, Första gången International Financial Reporting Standards tillämpas. TietoEnators övergångsdatum var den 1 januari 2004. Men när det gäller införandet av IAS 39 (Finansiella instrument: Redovisning och värdering) och IAS 32 (Finansiella instrument: Upplysningar och klassificering) var övergångsdatum den 1 januari 2005. När det gäller finansiella instrument har TietoEnator utnyttjat undantaget för förstagångstillämpare av IFRS att inte räkna om jämförelsetalen för 2004.

## 13.2 Noter

### 13.2.1 Valutadifferenser

I koncernredovisningen används Euro. Transaktioner i utländsk valuta redovisas till den valutakurs som råder vid transaktionsdatumet. Poster i utländsk valuta i slutet av den finansiella perioden värderas till genomsnittskurs per balansdagen. I koncernredovisningen räknas resultaträkningarna för dotterbolag, vars funktionella valutor inte är Euro, om till Euro genom användande av genomsnittskurser som beräknas baserat på genomsnittskurserna i slutet av varje månad. Deras balansräkningar räknas om med hjälp av genomsnittskursen på balansdagen. Eftersom TietoEnator verkar i länder med hög inflation kan detta ge stora effekter på företagets resultat mellan två olika redovisningsperioder.

### 13.2.2 Redovisning av intäkter

Intäkter utgörs av det verkliga värdet för försäljningen av IT-tjänster och produkter, efter avdrag för mervärdesskatt, rabatter och växelkursdifferenser. Tjänsterna innefattar i huvudsak utveckling av anpassade programlösningar, underhåll av programlösningar och bearbetnings- och nätverkstjänster. Produkter innefattar i huvudsak försäljning av programvarulicenser. Tjänsteförsäljning redovisas i den redovisningsperiod som tjänsten utförs. Tjänsteförsäljning redovisas i den redovisningsperiod som tjänsten utförs. Intäkter från fastprisavtal och liknande typer av kundavtal redovisas enligt vinstavräkningsmetoden förutsatt att färdigställandegraden kan uppskattas på ett tillförlitligt sätt och att beloppen för intäkter och kostnader hänförliga till tjänsteavtalet kan uppskattas på ett tillförlitligt sätt. Om dessa villkor inte är uppfyllda, redovisas intäkter motsvarande de hittills uppkomna kostnaderna i den mån man förväntar sig att kunna återvinna dessa kostnader. Förluster i samband med långfristiga avtal redovisas när förlusterna identifieras och beloppen kan uppskattas på ett tillförlitligt sätt. Försäljning av varor redovisas när de ekonomiska risker och ekonomiska fördelar som är förknippade med ägandet

av de sålda varorna har överförts till köparen och säljaren inte har en fortlöpande rätt att använda produkterna eller utövar någon reell kontroll över de sålda varorna.

### 13.2.3 Utgifter för forskning och utveckling

Forskningsutgifter kostnadsförs när de uppkommer. Utvecklingsutgifter hänförliga till större nya affärskoncept och programvaror aktiveras som immateriella tillgångar när deras framtida återvinningsvärden kan fastställas på ett tillförlitligt sätt och när övriga krav i IAS 38 är uppfyllda.

### 13.2.4 Goodwill

Redovisat värde för goodwill per 1 januari 2004 och anskaffningsvärde för goodwill som härrör från förvärv den 1 januari 2004 eller senare skrivs inte av. Nedskrivningsbehovet för sådan goodwill prövas årligen eller när händelser eller förändrade omständigheter tyder på att det redovisade värdet inte går att återvinna. Goodwill som förvärvas i ett rörelseförvärv prövas årligen eller när händelser eller förändrade omständigheter tyder på att det redovisade värdet inte går att återvinna. När det gäller prövning av nedskrivningsbehovet fördelas goodwill på kassagenererande enheter, som baseras på koncernledningens rapporteringsstruktur vid övervakning av verksamheten. Om det redovisade värdet för en kassagenererande enhet överstiger dess återvinningsvärde redovisas en nedskrivning motsvarande denna skillnad.

## 14 Finansiell analys

Den finansiella analysen baseras på nyckeltal från kvartal fyra 2005 och de tre första kvartalen 2006.

### 14.1.1 Soliditet

Soliditeten anger företagets finansiella styrka och är ett mått på företagets långsiktiga överlevnadsförmåga. Ett vanligt riktmärke är att soliditeten ska vara mellan 30 och 40 procent. Soliditeten har de senaste fem åren varit; 39,8 48,8 60,8 55,5 61,9 alla siffror i procent. Det ger en genomsnittlig soliditet på drygt 53 procent. Det kan ses som en god soliditet. Soliditeten har dock minskat de senaste åren. Ackumulerat kvartal tre 2006 har företaget en soliditet på 33, 3 procent.

### 14.1.2 Räntabilitet på totalt kapital

Är ett mått på TietoEnators lönsamhet. Måttet anger avkastningen på ägarnas satsade kapital. Räntabiliteten för totalt kapital fås genom att dividera resultat efter finansiella poster och räntekostnader med det genomsnittliga totala kapitalet. Per den siste september 2006 var den genomsnittliga räntabiliteten på totalt kapital drygt 10.

### 14.1.3 Räntabilitet på eget kapital

Räntabiliteten på eget kapital är även det ett mått på lönsamhet och definieras som ovan. TietoEnator hade per den siste september en räntabilitet på drygt 32 procent.

### 14.1.4 Kassalikviditeten

Summa omsättningstillgångar minus varulager dividerat på summa kortfristiga skulder ger företagets likviditet och speglar förmågan att betala sina kortfristiga skulder. Den bör vara minst 100 procent för att klara av alla kortfristiga skulder. TietoEnator har en kassalikviditet på procent. Denna post har räknats ut efter 2005 årsredovisning.

### 14.1.5 Vinstmarginal

Vinstmarginalen visar hur mycket företaget får varje krona i omsättning. Formeln lyder resultat före finansiella poster plus finansiella intäkter dividerat på omsättningen. TietoEnator har en vinstmarginal på 9 procent.

### 14.1.6 Ränteteckningsgrad

Resultatet efter finansnetto plus finansiella kostnader dividerat med de finansiella kostnaderna. Måttet visar hur många gånger företagets resultat kan betala räntorna på de långfristiga lånen. Ränteteckningsgraden bör överstiga 3,5 och TietoEnator uppnår en täckningsgrad på 16 procent.

## 15 Antaganden

- **Bankräntan 5%** - Enligt en beräkning av genomsnittet av bankräntan mellan år 2005 och 2004 var TietoEnators ränta cirka 4 procent, vilket är lågt. Jag har därför antagit en bankränta på 5 procent.
- **Soliditet SYSS 50%**: - för att få fram soliditetsmålet har jag tagit soliditeten mellan åren 2004-2006 och räknat ut genomsnittet. Genomsnittet blev 56 procent. Jag ser det som något högt och har därför sänkt soliditetsmålet till 50 procent.
- **Evig tillväxt efter prognosperioden 3 %**- Trots TietoEnators framtidstro på en internationell expansion antar jag att tillväxttakten är lika med en BNP-utveckling. Det beror på att jag tror att konkurrensen om marknadsandelar kommer att vara hård.
- **Tillväxttakt för nettoomsättningen 6 %** - TietoEnator tror på en tillväxt mellan 4-9 procent inom de olika marknaderna. I Norden 5-7 procent. Det tror jag stämmer. Det bekräftas dels av deras historik, dels av deras internationaliseringsstrategi.
- **Rörelsens kostnader 6 %** - I genomsnitt har rörelsens kostnader ökat med 6 procent de senaste åren. Enligt förhållandet omsättning/kostnader motsvarar en ökning på nettoomsättningen med 1 en ökning för rörelsens kostnader med 0,5.
- **Avskrivningar 7 %** - TietoEnator tillämpar olika avskrivningstakter. På byggnader är det 40 år, datorer skrivs av direkt, datorutrustning 1-4 år, övriga maskiner 5-8 år och övriga anläggningstillgångar 10 år. Jag har antagit en genomsnittlig avskrivningsandel, vilken har beräknats på år 2004 och år 2005s siffror.
- **Investeringar år 0 - 99 MEuro** har skett under kvartal fyra 2005 och ackumulerat de tre första kvartalen 2006.
- **Investeringstillväxt 15 %** - TietoEnator brukar investera i genomsnitt sedan 2001 13 procent av omsättningen. Bolaget har uttryckt att de ska satsa ännu mer vilket kräver en högre investeringstillväxt.
- **Oblighetsränta (riskfri ränta) 3 %** – enligt Årsredovisningen, den riskfria räntan är den löpande beräknade avkastningen på en tioårig statsobligation.
- **Generell riskpremie – 5 %**
- **Betavärde för aktien 1,75** – enligt Avanza per den siste september 2006.
- **Inlåningsränta 5 %** – den genomsnittliga räntan, ränteintäkter har dividerats med kassa/bank.
- **Skattesats 30 %** – den effektiva skattesatsen år 2005 var 20,4 procent, år 2004 37 procent, 2003 var den 34, 2002 var den 35, Jag har därför antagit en effektiv skattesats på 30 procent.
- **Operativt kassabehov 10 %** – Generellt behövs 3 procent av omsättningen i kassabehov för att klara att driva verksamheten. Eftersom TietoEnator satsar offensivt krävs det en större kassa än 3 procent.
- **Rörelsekapital ökar med 3 % per år** – Omsättningen enligt vårt antagande ovan har ökat med 15 procent per år. Jag tror inte att kostnaden för rörelsekapital ökar i samma takt. Därför har jag antagit en lägre ökad kostnad på rörelsekapital.
- **Amorteringar 8 % per år** – TietoEnator redovisar inte denna uppgift. Jag har antagit en amorteringsuppgift som är baserad på en något lägre amorteringstakt än WM-datas (10 %).

## 16 Analys av proforma

<b>Resultaträkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>	
Nettoomsättning		1 759	1 865	1 977	2 095	2 221	2 301
Rörelsens kostnader		-1 552	-1 645	-1 743	-1 848	-1 959	-2 053
Avskrivningar		-59	-63	-67	-72	-77	-82
<b>Rörelseresultat</b>		<b>149</b>	<b>157</b>	<b>166</b>	<b>175</b>	<b>185</b>	<b>166</b>
Finansiellaintäkter		1	25	44	42	39	30
Finansiellakostnader		-9	-12	-11	-11	-14	-23
<b>Resultat före skatt</b>		<b>141</b>	<b>171</b>	<b>200</b>	<b>206</b>	<b>210</b>	<b>173</b>
Skatt		-28	-51	-60	-62	-63	-52
<b>Nettoresultat</b>		<b>113</b>	<b>120</b>	<b>140</b>	<b>144</b>	<b>147</b>	<b>121</b>

<b>Balansräkning</b>	<b>År 0</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>	
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>		<b>729</b>	<b>765</b>	<b>812</b>	<b>871</b>	<b>944</b>	<b>1 242</b>
Överlikviditet		-	723	666	600	522	228
Varulager		-	-	-	-	-	-
Kundfordringar		286	295	303	313	322	332
Övriga kortfristiga fordringar		14	14	15	15	16	16
Övriga omsättningstillgångar		286	295	303	313	322	332
Likvida medel		106	186	198	210	222	230
<b>Summa omsättningstillgångar</b>		<b>691</b>	<b>1 513</b>	<b>1 485</b>	<b>1 450</b>	<b>1 404</b>	<b>1 138</b>
<b>S:a Tillgångar</b>		<b>1 420</b>	<b>2 278</b>	<b>2 297</b>	<b>2 320</b>	<b>2 348</b>	<b>2 380</b>
Ingående eget kapital		460	709	689	687	688	720
Årets resultat		113	120	140	144	147	121
<b>S:a Eget kapital</b>		<b>573</b>	<b>829</b>	<b>829</b>	<b>831</b>	<b>835</b>	<b>841</b>
Lån		245	225	207	191	176	161
Finansieringsbehov		-	-	-	41	138	451
Ej räntebärande skulder		602	620	639	658	678	698
<b>S:a Eget kapital och Skulder</b>		<b>1 420</b>	<b>1 674</b>	<b>1 675</b>	<b>1 720</b>	<b>1 826</b>	<b>2 151</b>

<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>818</b>	<b>1 658</b>	<b>1 658</b>	<b>1 662</b>	<b>1 670</b>	<b>1 682</b>
Utdelning	- 136	140	142	143	115	841

## Nyckeltal

<i>Soliditet</i>	40%	36%	36%	36%	36%	35%
<i>Soliditet syss</i>	70%	50%	50%	50%	50%	50%
<i>Räntabilitet på eget kapital</i>	40%	18%	17%	18%	18%	15%
<i>Räntetäckningsgrad</i>	15,56	12,38	14,36	14,99	12,61	6,17
<i>Räntabilitet på totalt kapital</i>	10%	9%	9%	9%	9%	7%
<i>Kassalikviditet</i>	115%	244%	233%	220%	207%	163%
<i>Vinstmarginal</i>	9%	6%	7%	7%	7%	5%

## Kassaflödesanalys

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5
Redovisat Resultat (Nettoresultat)	120	140	144	147	121
+Avskrivningar	63	67	72	77	82
+Räntekostnad efter skatt	8	8	8	10	17
-/+Kundfordringar	-9	-9	-9	-9	-10
-/+Lager	0	0	0	0	0
-/+Kortfristiga skulder	619	613	614	636	659
-/+Likvida medel	-80	-11	-12	-13	-8
<b>A Kassaflöde från rörelsen</b>	<b>721</b>	<b>808</b>	<b>817</b>	<b>848</b>	<b>861</b>
- Investeringsverksamhet	-99	-114	-131	-151	-173
<b>B Fritt Kassaflöde till företaget FKFF</b>	<b>622</b>	<b>694</b>	<b>686</b>	<b>697</b>	<b>688</b>

**Beräkningar**

CAPM=rf+(Rm-rf)*Beta	Re= 0,03+(0,055*1,75)		
MRP=(Rm-rf)		CAPM =	<b>0,118</b>
WACCsyss			
E=50%	0,50*0,118	<b>0,059</b>	
S = 50%	0,50*(0,05*0,72)	<b>0,018</b>	
	*1,2	<b>0,022</b>	
T=100%		WACC syss =	<b>0,080</b>

**Indirekt C-f värdering**

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Terminlavärde	
FKFF WACC 8,1%	622	694	686	697	688	713	
	0,9256	0,8568	0,7931	0,7341	0,6795	0,0444	
	<b>576</b>	<b>595</b>	<b>544</b>	<b>512</b>	<b>468</b>		= 16 078
<b>Summa år 1-5:</b>	<b>2 694</b>						x 0,6795
							= <b>10 925</b>
Prognosperiod	2 694						
Terminalvärde	10 925						
Överlikviditet	-						
<b>Summa Företagsvärde</b>	<b>13 619</b>						
-Lån	245						
<b>Summa Aktievärde</b>	<b>13 374</b>						
Antal aktier	735						
<b>Pris per aktier</b>	<b>18,20</b>						

## **17 Slutsatser TietoEnator**

*Slutsatserna presenteras i uppsatsens följande avsnitt "Resultat Företagsvärdering" och "Analys och tolkning" samt "Slutsatser".*

.

## Bilaga 10 Känslighetsanalys Fundamental

### Statoil

#### Känslighetsanalys - Investeringstillväxt

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	120 849	146 939	164 152	185 098	184 050	
14%	120 849	146 939	164 152	185 098	184 050	<b>201,00</b>
15%	120 849	146 339	162 782	182 758	180 486	<b>198,00</b>
11%	120 849	148 138	166 842	189 608	190 791	<b>208,00</b>

#### Känslighetsanalys - Tillväxttakt för nettoomsättningen

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	120 849	146 939	164 152	185 098	184 050	
15%	120 849	146 939	164 152	185 098	184 050	<b>201,00</b>
16,5%	122 527	151 141	171 625	196 771	196 716	<b>214,00</b>
12,0%	117 493	138 685	149 755	163 038	160 163	<b>175,00</b>

#### Känslighetsanalys - Evig tillväxt efter prognosperiodens slut

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	120 849	146 939	164 152	185 098	184 050	
3%	120 849	146 939	164 152	185 098	184 050	<b>201,00</b>
3,3%	120 849	146 939	164 152	185 098	184 637	<b>218,00</b>
2,6%	120 849	146 939	164 152	185 098	183 345	<b>182,00</b>

## Lundin Petroleum

### Känslighetsanalys - Investeringstillväxt

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 280 212	2 304 336	3 241 690	4 548 753	4 846 866	
20%	1 280 212	2 304 336	3 241 690	4 548 753	4 846 866	<b>44,65</b>
22%	1 280 212	2 263 596	3 143 099	4 369 807	4 558 153	<b>41,99</b>
16%	1 280 212	2 385 816	3 433 982	4 889 144	5 384 701	<b>49,60</b>

### Känslighetsanalys - Tillväxttakt för nettoomsättningen

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 280 212	2 304 336	3 241 690	4 548 753	4 846 866	
35%	1 280 212	2 304 336	3 241 690	4 548 753	4 846 866	<b>44,65</b>
38,5%	1 333 184	2 471 594	3 599 644	5 215 028	5 642 340	<b>52,06</b>
28,0%	1 174 268	1 980 943	2 575 144	3 354 560	3 431 617	<b>31,44</b>

### Känslighetsanalys - Evig tillväxt efter prognosperiodens slut

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 280 212	2 304 336	3 241 690	4 548 753	4 846 866	
5%	1 280 212	2 304 336	3 241 690	4 548 753	4 846 866	<b>44,65</b>
5,5%	1 280 212	2 304 336	3 241 690	4 548 753	4 872 001	<b>54,95</b>
4,0%	1 280 212	2 304 336	3 241 690	4 548 753	4 796 595	<b>32,49</b>

## WM-data

### Känslighetsanalys - Investeringstillväxt

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 096	2 754	3 356	4 064	3 841	
20%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 841	<b>42,13</b>
22%	1 096	2 715	3 261	3 892	3 563	<b>39,19</b>
18%	1 096	2 793	3 449	4 231	4 105	<b>44,93</b>

### Känslighetsanalys - Tillväxttakt för nettoomsättningen

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 096	2 754	3 356	4 064	3 841	
15%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 841	<b>42,13</b>
16,5%	1 176	2 961	3 727	4 646	4 488	<b>49,11</b>
13,5%	1 015	2 549	2 993	3 504	3 219	<b>35,41</b>

### Känslighetsanalys - Evig tillväxt efter prognosperiodens slut

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 096	2 754	3 356	4 064	3 841	
4%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 841	<b>42,13</b>
4,4%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 878	<b>50,45</b>
3,6%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 803	<b>36,18</b>

## TietoEnator

### Känslighetsanalys - Investeringstillväxt

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
<b>FKFF</b>	622	694	686	697	667	
<b>15%</b>	622	694	686	697	667	<b>17,17</b>
<b>17%</b>	622	693	682	691	658	<b>16,88</b>
<b>12%</b>	622	697	693	709	685	<b>17,57</b>

### Känslighetsanalys - Tillväxttakt för nettoomsättningen

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
<b>FKFF</b>	622	694	686	697	667	
<b>6%</b>	622	694	686	697	667	<b>17,17</b>
<b>6,6%</b>	628	709	710	731	704	<b>18,04</b>
<b>4,8%</b>	609	665	639	631	596	<b>15,46</b>

### Känslighetsanalys - Evig tillväxt efter prognosperiodens slut

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
<b>FKFF</b>	622	694	686	697	667	
<b>3%</b>	622	694	686	697	667	<b>17,17</b>
<b>3,3%</b>	622	694	686	697	671	<b>18,25</b>
<b>2,4%</b>	622	694	686	697	659	<b>15,37</b>

## Bilaga 11 Känslighetsanalys SRI

### Statoil

#### Känslighetsanalys - Investeringsstillväxt

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	120 988	145 894	162 328	184 450	189 492	
14%	120 988	145 894	162 328	184 450	189 492	<b>283,00</b>
15%	120 988	145 293	160 970	182 131	185 944	<b>279,00</b>
11%	120 988	147 096	165 001	188 836	196 118	<b>293,00</b>

#### Känslighetsanalys - Tillväxttakt för nettoomsättningen

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	120 988	145 894	162 328	184 450	189 492	
15%	120 988	145 894	162 328	184 450	189 492	<b>283,00</b>
16,5%	122 665	150 101	169 824	196 148	202 228	<b>302,00</b>
12,0%	117 634	137 630	147 889	162 294	165 426	<b>247,00</b>

#### Känslighetsanalys - Evig tillväxt efter prognosperiodens slut

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	120 988	145 894	162 328	184 450	189 492	
4%	120 988	145 894	162 328	184 450	190 275	<b>283,00</b>
4,4%	120 988	145 894	162 328	184 450	191 058	<b>405,00</b>
3,2%	120 988	145 894	162 328	184 450	188 709	<b>246,00</b>

## Lundin Petroleum

### Känslighetsanalys - Investeringstillväxt

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 302 199	2 294 156	3 188 272	4 522 774	4 732 250	
20%	1 302 199	2 294 156	3 188 272	4 522 774	4 732 250	28,57
22%	1 302 199	2 253 009	3 088 695	4 346 036	4 441 467	26,82
16%	1 302 199	2 376 451	3 382 487	4 858 798	5 271 624	31,82

### Känslighetsanalys - Tillväxttakt för nettoomsättningen

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 302 199	2 294 156	3 188 272	4 522 774	4 732 250	
35%	1 302 199	2 294 156	3 188 272	4 522 774	4 732 250	28,57
38,5%	1 354 945	2 461 022	3 546 028	5 191 553	5 522 436	33,42
28,0%	1 196 707	1 971 501	2 521 978	3 323 856	3 326 232	19,91

### Känslighetsanalys - Evig tillväxt efter prognosperiodens slut

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 302 199	2 294 156	3 188 272	4 522 774	4 732 250	
4%	1 302 199	2 294 156	3 188 272	4 522 774	4 732 250	28,57
4,4%	1 302 199	2 294 156	3 188 272	4 522 774	4 752 273	31,67
3,2%	1 302 199	2 294 156	3 188 272	4 522 774	4 692 205	23,89

## WM-data

### Känslighetsanalys - Investeringstillväxt

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 096	2 754	3 356	4 064	3 672	
20%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 672	27,06
22%	1 096	2 715	3 261	3 892	3 394	25,13
18%	1 096	2 793	3 449	4 231	3 936	28,90

### Känslighetsanalys - Tillväxttakt för nettoomsättningen

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 096	2 754	3 356	4 064	3 672	
15%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 841	27,06
16,5%	1 176	2 961	3 727	4 646	4 488	31,67
13,5%	1 015	2 549	2 993	3 504	3 219	22,63

### Känslighetsanalys - Evig tillväxt efter prognosperiodens slut

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	1 096	2 754	3 356	4 064	3 672	
3%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 841	27,06
3,3%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 878	27,82
2,7%	1 096	2 754	3 356	4 064	3 803	23,84

## TietoEnator

### Känslighetsanalys - Investeringstillväxt

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	622	694	686	697	688	
15%	622	694	686	697	688	18,20
17%	622	693	682	691	679	17,90
12%	622	697	693	709	706	18,62

### Känslighetsanalys - Tillväxttakt för nettoomsättningen

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	622	694	686	697	688	
6%	622	694	686	697	688	18,20
6,6%	628	709	710	731	725	19,10
4,8%	609	665	639	631	617	16,42

### Känslighetsanalys - Evig tillväxt efter prognosperiodens slut

	ÅR 1	ÅR 2	ÅR 3	ÅR 4	ÅR 5	Pris per aktie
FKFF	622	694	686	697	688	
4%	622	694	686	697	694	18,20
4,4%	622	694	686	697	699	21,90
3,2%	622	694	686	697	683	16,80