



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen

IFRS och Företagsvärdering

– Ur ett analytikerperspektiv

Magisteruppsats i Företagsekonomi
Externredovisning och Företagsanalys
VT 2006

Handledare: Ulla Törnqvist

Författare: Christian Melin 790523
Daniel Kling 790816

Sammanfattning

Den vanligaste källan till information för analytiker är de finansiella rapporterna. Informationen i de noterade bolagens rapporter skall utformas, sedan 1 januari 2005, med stöd av International Financial Reporting Standards (IFRS). Av den orsaken att mycket data som analytiker använder är från finansiella rapporter måste analytikerna besitta kunskap om den finansiella rapporteringens bakgrund. En analys av den finansiella rapporten är ett viktigt verktyg som skall ligga till grund för värdering av företaget. Syftet med studien är att undersöka hur finansanalytikers antaganden, beräkningar och prognoser i värderingsmodeller har påverkats av övergången till IFRS.

Genom intervjuer med finansanalytiker sökte författarna svar till uppsatsens problem och syfte. Problemformuleringen utformades enligt tre frågor. Först ställdes frågan, har konverteringen till IFRS och då mer specifikt principerna gällande rörelseförvärv, goodwill och immateriella tillgångar, för börsnoterade bolag inneburit att analytiker fått ändra sina befintliga värderingsmodeller och antaganden? Vidare söktes svar på hur den finansiella rapporteringen blivit bättre och gett analytiker bättre beslutsunderlag för värdering? Sist undersöktes i vilken utsträckning värdering till verkligt värde påverkar analytikers antaganden och bedömningar när de gör värderingar och prognoser?

De flesta intervjuer gjordes via telefon. Endast en intervju gjordes personligen. Studien har ett kvalitativt förhållningssätt med en abduktiv utvärderande och i viss mån även utforskande ansats.

Resultatet påstås, enligt författarna, vara att analytikers antaganden och beräkningar i värderingsmodeller inte nämnvärt har påverkats efter införandet av IFRS och mer specifikt reglerna för immateriella tillgångar. Vidare är uppfattningen att de analytiker som intervjuades hade skild kunskap om IFRS. Förslag till vidare forskning kan vara att göra en liknande undersökning om några år, när analytiker troligtvis bättre har tagit till sig de nya reglerna.

Förord

Studien har utförts som en magisteruppsats inom kursen externredovisning och företagsanalys på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet. Analyser och slutsatser grundar sig i svar och iakttagelser från intervjuer med flertalet finansanalytiker. Ett stort tack riktas till dessa analytiker som under ett redan pressat tidsschema tog sig tid att svara på våra frågor.

Slutligen vill vi tacka vår handledare, Ulla Törnqvist, som var till stor hjälp vid uppsatsens upplägg och utformning.

Göteborg 2006-05-29

Christian Melin & Daniel Kling

1	Inledning	1
1.1	Bakgrund	1
1.2	Problemdiskussion	3
1.2.1	Problemformulering	4
1.3	Syfte	4
1.4	Avgränsning	4
1.5	Disposition	4
2	Metod	6
2.1	Metodöversikt	6
2.2	Forskningsansats	6
2.3	Undersökningsansats	6
2.4	Datainsamling	7
2.4.1	Primär- och sekundärdata	7
2.4.2	Kvalitativ respektive kvantitativ metod	7
2.4.3	Intervju	8
2.4.4	Urval	9
2.4.5	Databearbetning	9
2.4.6	Validitet, reliabilitet och relevans	10
3	Teoretisk referensram	11
3.1	Företagsvärdering	11
3.2	Kassaflödesvärdering	11
3.2.1	Diskonteringsräntan	14
3.3	Relativvärdering	15
3.3.1	P/E-tal	15
3.3.2	EV-multiplar	17
3.4	IFRS/IAS	18
3.4.1	IFRS 3 Rörelseförvärv	18
3.4.2	Goodwill	19
3.4.3	Immateriella tillgångar	19
3.4.4	Värdering till verkligt värde	22
3.5	Koppling mellan redovisning och företagsvärdering	22
4	Empiri	24
4.1	Värderingsmodeller	24
4.2	Effekter av IFRS	25
4.3	Finansiella rapporter enligt IFRS som beslutsunderlag	26
4.4	Immateriella tillgångar	27
4.5	Värdering till verkligt värde	29
4.6	Sammanfattning	31
5	Analys	32
5.1	IFRS påverkan vid företagsvärdering	32
5.2	Finansiella rapporter enligt IFRS som beslutsunderlag	33
5.3	Värdering till verkligt värde	34

6	Slutsats	35
7	Slutdiskussion	36
	Källförteckning	37
	Bilaga 1 – Respondenter	39
	Bilaga 2 – Intervjuunderlag	40



1 Inledning

I detta kapitel ges en bakgrundsbeskrivning. Vidare diskuteras det problem som studien kommer att beröra. Syftet och avgränsningar beskrivs kortfattat och avslutningsvis lämnas en bild av uppsatsens struktur.

1.1 Bakgrund

Den 19 juli 2002 utfärdade Europaparlamentet och rådet en förordning om tillämpning av internationella redovisningsstandarder (IAS-förordningen). Enligt IAS-förordningen skall noterade företag från och med år 2005 upprätta koncernredovisning i enlighet med de internationella redovisningsstandarder (IFRS/IAS) som antagits av EG-kommissionen för tillämpning inom gemenskapen. (SOU 2003:71) Det huvudsakliga syftet med implementeringen av IFRS är att skapa en harmonisering av redovisningen i medlemsstaterna och öka transparensen i de finansiella rapporterna. Härigenom kommer det bli möjligt att jämföra olika börsbolags redovisningar oberoende var bolagen är noterade (Klahr, 2002).

Implementeringen av IFRS har väckt stor debatt inom såväl redovisnings- och revisionsbranschen, finansbranschen och inte minst bland berörda bolag. Vid början av 2005 ökade de samlade börsföretagens resultat med 21 miljarder till följd av övergången till IFRS, ett belopp som motsvarade 1,9 procent av börsbolagens redovisade egna kapital (SFF, 2006).

De effekter som konverteringen till IFRS inneburit för de svenska börsnoterade bolagen har undersökts i en studie av Jansson och Hurtig (2005). Här studerades information från 64 svenska börsnoterade bolag med ett börsvärde överstigande cirka 2 miljarder. De standarder som, enligt studien, inneburit störst beloppsmässiga effekter avseende 2004 för de studerade bolagen var IFRS 3 *Rörelseförvärv*, IFRS 2 *Aktierelaterade ersättningar*, IAS 16 *Materiella tillgångar* och IAS 38 *Immateriella tillgångar*.

Den standard som enligt Jansson och Hurtig (2005) påverkade de studerade bolagen mest var helt naturligt IFRS 3 *Rörelseförvärv* på grund av att många bolag har stora goodwillposter som genom konverteringen till IFRS nu inte längre skrivs av utan skall minst årligen prövas för nedskrivningsbehov. Vidare skall, vid ett företagsförvärv, goodwill omklassificeras till andra typer av immateriella tillgångar. Alltså tas immateriella tillgångar upp som separata tillgångar skiljt från goodwill i förvärvsanalysen. Även denna omklassificering från goodwill till immateriella tillgångar är enligt Jansson och Hurtig (ibid.) en av de aspekter som vid konverteringen till IFRS gett effekter i de finansiella rapporterna samt att utvecklings- och IT-investeringar har aktiverats med full retroaktivitet. Återföring av omstruktureringskostnader vid rörelseförvärv enligt IFRS 3 är en annan av de aspekter som vid konverteringen gett effekter för de studerade bolagen.



De börsnoterade bolagens tillämpning av IFRS har även inneburit att analytikers arbete med att värdera företag har ändrats. I en undersökning gjord av MORI, ett opinions- och marknadsundersökningsföretag, på uppdrag av PricewaterhouseCoopers, uppges att hela 52 procent av 187 stycken tillfrågade europeiska analytiker anser att implementeringen av IFRS har påverkat deras beslut vid värdering (Accountancy Magazine, 2006).

Övergången till IFRS skapar dock möjligheter och utmaningar för investerare. Å ena sidan måste investerare och analytiker bli bekanta med de nya reglerna, helt enkelt för att förstå företagets rapportering i dess nya utformning. Å andra sidan betyder svårigheten att prognostisera värden enligt IFRS externt och bristen på analytiker som använder IFRS som grund för prognoser, att det finns tillräckligt med utrymme för ineffektivitet och därför möjligheter för felberäkning (Antill & Lee, 2005).

En analytiker kan vid värdering av ett företag använda ett antal olika modeller och ett företags värde bestäms av flera faktorer. För att förstå värderingsmodeller fordras, enligt Barker (2001), två saker. Det första innebär att försöka förstå relationen mellan olika värderingsmodeller och vilka antaganden som görs i varje modell. Det andra är att utvärdera de data som finns tillgängliga och som skall användas i modellerna. Det är därför en viktig relation mellan val av modell och de data som finns tillgängliga.

Den vanligaste källan till information och en naturlig utgångspunkt för analytiker vid värdering av ett företags värde är de finansiella rapporterna (Johansson, 1992). För de publika bolagen är de finansiella rapporterna öppet publicerade och lättillgängliga. Förutom de finansiella rapporterna kan analytiker få information direkt från ett enskilt bolag genom offentliga framträdanden, från tidningar, av konkurrenter och kunder osv. I slutändan är det likväl analytikerns egna antaganden och prognoser som skall ligga till grund för värderingen av det valda företaget och en analys av den finansiella rapporten blir då ett viktigt verktyg. En förberedande redovisningsanalys ger en förståelse för de val och bedömningar som de finansiella rapporterna utformas efter. Analytiker använder ofta rapporterna för att kalkylera nyckeltal så som försäljningstillväxt, vinstmarginaler och avkastningsränta. Dessa nyckeltal hjälper analytiker att karakterisera ett företag på diverse sätt. Med dessa karakteriseringar och analytikerns egna framtida prognoser kan en värdering av företaget göras. En redovisningsanalys kräver att analytikern känner till hur den finansiella rapporten utvecklades och hur ledningens val påverkade rapporten (Soffer & Soffer, 2003).

Vidare har den finansiella rapporteringen enligt IFRS utvecklats från att visa effekterna av redan inträffade händelser till att innehålla värden baserade på prognoser om framtiden. Detta på grund av att företagets tillgångar och skulder i större utsträckning värderas till verkligt värde, istället för som tidigare, till historiskt anskaffningsvärde. Synonymt med verkligt värde



är ofta marknadsvärde. Det ideala borde vara att de finansiella rapporterna innehåller bästa tänkbara underlag för investerarna att göra dessa prognoser på, men inte inkludera prognoserna i värdena (Cederberg & Thorell, 2005).

1.2 Problemdiskussion

På grund av att IFRS i mångt och mycket kommer förändra resultatet och balansomslutningen i de finansiella rapporterna för de företag som tillämpar IFRS, kommer även outputen i de värderingsmodeller, som analytiker och investerare använder sig av för att värdera företagens prestationer, i viss mån att ändras (Barret, 2005). Införandet av de nya redovisningsreglerna IFRS påverkar både nyckeltal och användningen av värderingsmodeller (SFF, 2006).

Av den orsaken att mycket data som analytiker använder är från finansiella rapporter måste analytikerna besitta kunskap om den finansiella rapporteringens bakgrund. Företagsledningen använder ofta rapporterna för att kommunicera med investerare och potentiella investerare för att attrahera kapital till företaget. Problemet i denna situation kan benämnas asymmetrisk information. Ledningen vet mer om företaget än omgivningen och detta gör att läsaren inte kan veta hur rättvisande bild som ges (Soffer & Soffer, 2003). Efter införandet av IFRS skall denna osäkerhet minimeras och en mer rättvis bild av företaget framhållas. Frågan är om detta är fallet, har den finansiella rapporteringen blivit bättre och gett analytiker bättre beslutsunderlag för värdering? Har de effekter som, enligt Jansson och Hurtig (2005), konverteringen till IFRS inneburit för de börsnoterade bolagen givit upphov till att analytiker fått ändra sina befintliga värderingsmodeller och antaganden?

Utvecklingen av de finansiella rapporterna från att visa effekterna av redan inträffade händelser till att innehålla värden baserade på prognoser om framtiden ser vi också som ett problem då det är oklart om detta gör att redovisningen blir mer relevant och pålitlig ur ett värderingsperspektiv. Kommer värdering till verkligt värde göra det lättare att utvärdera ledningens prestationer, fokusera på relevanta siffror och göra en trovärdig bedömning av företaget? För många tillgångar och skulder finns inte något marknadsvärde att tillgå. Enligt IFRS skall då företaget uppskatta ett värde som används som verkligt värde. Flertalet tillgångar och skulder värderas av företagsledningen utifrån antaganden om framtiden. Detta leder till att värdena kan vara högst subjektiva (Cederberg & Thorell, 2005). Enligt Gilbertson och Preston (2005) bör detta ge upphov till att många analytiker vid värdering av företag får lägga ner mer tid och arbete på antaganden om företagsledningens bedömningar. Frågan blir då om detta är fallet eller om det är något som inte har gett upphov till merarbete för analytikerna?

Utifrån vad som tagits upp i bakgrund och i problemdiskussionen ovan finner vi det oklart i vilken utsträckning analytikers arbete med att värdera företag har påverkats av



implementeringen av IFRS? Vi finner det även oklart hur eller om analytiker, mer specifikt, har behövt justera och ändra sina olika värderingsmodeller och metoder, samt antagande för dessa, för att på bästa sätt ta de förändringar i redovisningen som uppstått till följd av övergången till IFRS i beaktning? Med förändringar i redovisningen menas framförallt principerna gällande rörelseförvärv, goodwill och immateriella tillgångar samt att tillgångar och skulder i större utsträckning värderas till verkligt värde.

1.2.1 Problemformulering

Utifrån problemdiskussion har vi utvecklat följande problemformulering.

- Har konverteringen till IFRS och då mer specifikt principerna gällande rörelseförvärv, goodwill och immateriella tillgångar, för börsnoterade bolag inneburit att analytiker fått ändra sina befintliga värderingsmodeller och antaganden?
- Har den finansiella rapporteringen blivit bättre och gett analytiker bättre beslutsunderlag för värdering?
- I vilken utsträckning påverkar värdering till verkligt värde analytikens antaganden och bedömningar när de gör värderingar och prognoser?

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att försöka skapa en ökad förståelse för analytikens arbete med företagsvärdering och hur implementeringen av IFRS har påverkat arbetet med företagsvärdering.

1.4 Avgränsning

De teoretiska modeller och värderingsmått som översiktligt beskrivs i referensramen begränsas till de mest förekommande i teori och praktik. Detta för att inte övergöda teorikapitlet med information som inte kan kopplas samman med empiri och analys. Teorikapitlet avgränsas även till att beröra de delar av IFRS som nämns i slutet av problemdiskussionen och alltså inte alla IFRS. Vidare avgränsas empirin till intervjuer med finansanalytiker som regelbundet kommer i kontakt med olika former av värderingar och finansiella rapporter.

1.5 Disposition

Här nedan presenteras kortfattat uppsatsens upplägg för att ge läsaren en överblick av rapportens fortsatta disposition.

Inledningkapitlet beskriver bakgrund, problem och syfte. Vidare beskrivs i kapitel 2 metodval och en kort överblick av alternativa metoder.



Kapitel 3 tar upp teori kring företagsvärdering, tillämpliga modeller och IFRS. I kapitel 4 presenteras det empiriska materialet som grundar sig på gjorda intervjuer med analytiker.

I kapitel 5 görs sedan en koppling mellan teori och empiri för att analysera och tolka vilka effekter som implementeringen av IFRS eventuellt har medfört. I kapitel 6 utformas slutsatser utifrån materialet i uppsatsen. Avslutningsvis ges slutkommentarer och förslag på fortsatt forskning.



2 Metod

I detta kapitel beskrivs vilken metod som har använts för att på bästa sätt genomföra undersökningen och besvara problemformuleringen. Kortfattat ges även en överblick av alternativa metoder.

2.1 Metodöversikt

Metod är ett redskap, ett sätt att lösa problem och komma fram till ny kunskap. Allt som kan bidra till att uppnå dessa mål är en metod. Det betyder inte, att alla metoder är lika hållbara eller tål en kritisk prövning lika bra (Holme & Solvang, 1997). Det förekommer olika teorier för hur en uppsats skall utformas och redovisas. Olika kriterier bör uppfyllas för att uppsatsen skall uppnå den givna standarden. Att fundera över vari problemet egentligen består blir det första steget i undersökningen, vilket sedan styr bestämmande av teoriansats, metod och material. Valet av metod bestäms av syftet med undersökningen, problemformuleringen, den empiriska grunden och den tid och de andra resurser som finns att tillgå (Andersen, 1994).

2.2 Forskningsansats

Utifrån vad som framgår av uppsatsens problemformulering och syfte har en undersökning genomförts om vilka effekter implementeringen av IFRS fått vid företagsvärdering. Mer specifikt har undersökningen omfattat hur de nya redovisningsprinciperna för rörelseförvärv, immateriella tillgångar och goodwill påverkat hur analytiker har behövt anpassa sitt arbete och sina antaganden vid användandet av värderingsmodeller. Således kommer studien att bygga på dels empirisk undersökning och dels teoretisk tolkning. Följaktligen har denna uppsats, först och främst, en abduktiv utvärderande och i viss mån även utforskande (explorativ) ansats. Abduktionen utgår från empiriska fakta liksom induktionen, men avvisar inte teoretiska föreställningar vilket deduktionen utgår från. Under forskningsprocessen sker således en alternering mellan teori och empiri, varvid båda successivt omtolkas i skenet av varandra (Alvesson & Sköldberg, 1994).

2.3 Undersökningsansats

Utvärderande undersökningar syftar enligt Lundahl & Skärvad (1992) till att mäta effekterna av, utvärdera, en viss åtgärd såsom effekterna av lagstiftning, en förändrad organisation eller en ny pedagogisk metod. Uppsatsen har således en utvärderande undersökningsansats då syftet är att undersöka effekterna av implementeringen av IFRS vid företagsvärdering och analytikers arbete med olika värderingsmodeller. I vad som nämndes ovan (se avsnitt 2.2) om att uppsatsen i viss mån även har en explorativ ansats kan sammankopplas med att det i en explorativ undersökning är vanligt förekommande med inslag som bland annat expertintervjuer och att uppsatsen även syftar till att ge en ökad förståelse och kunskap om företagsvärdering och effekterna av konverteringen till IFRS. Detta ligger i linje med vad



Patel & Davidson (1994) klassificerar som en explorativ undersökning. Utöver dessa två undersökningsansatser nämner Lundahl & Skärvad (1992) ytterligare tre klasser av undersökningsansatser; förklarande, diagnostiska och beskrivande. En förklarande undersökningsansats går enligt Lundahl & Skärvad (ibid.) ofta ut på att statistiskt pröva hypoteser och identifiera faktorer som tillsammans orsakar ett fenomen medan en diagnostisk undersökningsansats syftar till att finna orsaken bakom ett visst problem. Beskrivande undersökningar (deskriptiva) begränsas ofta till att undersöka några aspekter av de fenomen man är intresserad av men oftast kommer endast en teknik till användning för insamling av information (Patel & Davidson, 1994).

2.4 Datainsamling

Det finns olika sätt att samla information för att få vår problemställning besvarad. Det som kan påstås är att det inte finns en teknik som är bättre eller sämre än någon annan. Däremot menar Patel och Davidsson (1994) att den teknik som väljs beror på vad som verkar ge bäst svar på vår frågeställning i förhållande till den tid och de medel som står till vårt förfogande. De data som insamlas kan delas in i primärdata och sekundärdata.

2.4.1 Primär- och sekundärdata

Primärdata är det som forskarna själva samlar in via exempelvis intervjuer och enkäter. De primärdata som använts och bearbetats är en personlig intervju och ett flertal telefonintervjuer med analytiker. Vid intervjusituationer är det lättare att gå på djupet i frågeställningen då det finns möjligheter till följdfrågor (Holme & Solvang 1997). Enkätundersökning har undvikits då denna metod ansetts vara ett hinder för följdfrågor och en vidare diskussion med analytikerna.

Sekundärdata är den information som redan finns och som tidigare dokumenterats. Patel och Davidsson (1994) ger exempel på dokument; statistik och register, officiella handlingar, privata handlingar, litteratur, bilddokument och ljuddokument. De sekundärdata som används i uppsatsen har till största del samlats in från litteratur och artiklar.

2.4.2 Kvalitativ respektive kvantitativ metod

De metoder som finns för att bearbeta informationen kan vara allt från statistiska metoder för analys av information i numerisk form till metoder för tolkning av textmaterial (Patel & Davidsson, 1994). De statistiska metoderna benämns ofta som kvantitativa metoder och metoderna för att bearbeta textmaterial betecknas som kvalitativa metoder.

Uppsatsen utgår från en kvalitativ bearbetning eftersom tanken är att skapa en ökad förståelse för analytikers arbete med företagsvärdering och implementeringen av IFRS påverkan på densamma.



2.4.3 Intervju

Enligt Lundahl och Skärvad (1992) är det vanligt att skilja mellan olika typer av intervjuer efter graden av standardisering. Om frågeformulering och ordningsföljd mellan frågorna på förhand är bestämd kännetecknar det en intervju med hög grad av standardisering och utfrågningen av olika personer i undersökningen ska ske på samma sätt. I uppsatsen har finansanalytiker på ett flertal olika bolag och med varierande ansvar intervjuats. Att respondenterna var insatta och relativt pålästa i ämnet som uppsatsen behandlar ansågs vara naturligt. Dock fanns inte på förhand någon klar insikt i hur djupt insatta respondenterna var samt hur de olika analytikernas bolag reflekterat över ämnet. Med förbehåll för att respondenternas kunskaper varierade valdes en relativt hög grad av standardisering på intervjuerna för att underlätta bearbetningen av de insamlade data. Emellertid användes en viss grad av flexibilitet i intervjuerna för att underlätta för uppföljningsfrågor på sådant som föreföll mer eller mindre oklart. Således kan intervjuerna ses som semistandardiserade. Enligt Lundahl och Skärvad (ibid.) skiljer man inte bara mellan standardiserade och icke standardiserade intervjuer utan också mellan strukturerade och ostrukturerade/förutsättningslösa intervjuer. Även här kan intervjuerna ses som dels strukturerade och dels ostrukturerade. Strukturerade då det i förväg klart fastställdes en målsättning med intervjuerna och då frågorna utformades för att stödja en systematisk genomgång av de områden som berör problemformuleringen. Ostrukturerade då de inte uteslutande var informationssökande utan också dialogutvecklande för att stimulera respondenterna till att utveckla sina egna frågor, tankar och åsikter. Vidare sekvenserades frågorna utifrån problemformuleringen och började med hjälp av ”tratt-tekniken” med övergripande generella frågor för att efterhand gå över till mera specifika frågor (se Bilaga 2 *Intervjuunderlag*). Detta anses enligt Patel och Davidson (1994) vara motiverande och aktiverande i och med att respondenten får verbalisera sig som han/hon vill.

Som nämnts tidigare (se avsnitt 2.4.1) har intervjuerna genomförts genom en besöksintervju och ett flertal telefonintervjuer. Det finns flera för- respektive nackdelar med de två olika metoderna. Lundahl och Skärvad (1992) nämner bl.a. att fördelen med besöksintervjuer är att de går fort att genomföra, de ger intervjuaren möjlighet att ställa uppföljningsfrågor och det ger en kontrollerad intervjusituation. Fördelen med att kunna ställa uppföljningsfrågor i en kontrollerad intervjusituation gjorde att viljan i första hand var att genomföra besöksintervjuer. Dock fick metoden ändras efterhand som de tilltänkta respondenterna kontaktades, till stor del på grund av deras geografiska placering. Detta gjorde att endast en besöksintervju genomfördes och resterande genom telefonintervju. (se Bilaga 1 *Respondenter*) Även om bara en besöksintervju genomfördes uppstod inga komplikationer för att genomföra undersökningen då möjligheten att ställa följdfrågor och föra en dialog med respondenten kvarstod.



2.4.4 Urval

Holme & Solvang (1997) skriver om att urvalet av undersökningsspersoner blir en avgörande del av undersökningen för vid val av fel intervjuobjekt kan studien bli värdelös. I en inledande fas av undersökningen prioriterades intervjuobjekt från Sveriges Finansanalytikers Förenings (SFF) företagsvärderingsgrupp. Detta i övertygelsen om att personer i denna grupp har god insyn i de frågor som utformades i intervjumallen. Två personer av totalt nio, som kan anses representera SFF: s företagsvärderingsgrupp, tackade ja. Med största respekt för de två, ansågs det att fler intervjuobjekt var nödvändigt. Detta i syfte att ett brett informationsinnehåll försäkrades för bearbetning av frågeställningen.

Inom ramen för SFF: s medlemslista kontaktades då, främst via e-post, analytiker i hopp om deltagande för undersökningen. Emellertid uppstod en av de svårigheter som Lundahl & Skärvad (1992) nämner om att arrangera intervjuer. De menar att förmå personer att medverka i undersökningen är en av svårigheterna i kvalificerat intervjuarbete. Det kan tänkas att detta problem uppstod på grund av att förfrågningarna om en medverkan till största del genomfördes via e-post. Personerna kan antingen strunta i att svara eller i större utsträckning välja att avböja medverkan. En av de få personer som kontaktades via telefon accepterade däremot förfrågan.

Valet av analytiker utvidgades till personer på, inom finansbranschen, välkända bolag. Nu kontaktades de möjliga intervjuobjekten uteslutande via telefon. Resultatet blev att tre personer relativt omgående valde att tacka ja och kvoten för respondenter betraktades då som uppnådd. Av den orsak att intervjuarbetet var tidskrävande, och då framförallt ledtiden mellan första kontakt och intervjutillfälle, gjorde att antalet intervjuobjekt blev sex personer.

Sammanfattning av urvalet blir då en grupp om sex personer som ansågs kunna bidra med information som genom kopplingen till teorin kan ge en bra grund till analysen. Värt att nämna är att en av de analytiker som intervjuades inte dagligen arbetar med företagsvärdering och analyser. Han är dock väl insatt inom redovisning och företagsvärdering. Det bör vidare nämnas att urvalet aldrig genomfördes utifrån geografisk placering.

2.4.5 Databearbetning

Efter respondentens medgivande användes vid varje intervjutillfälle diktafon. Detta för att undvika efterföljande oklarheter och med anledning till att det är svårt att notera allt i skrift som sägs. Intervjuerna överfördes därefter omgående till skriftligt material för att få en mer överskådlig syn av respektive intervju. Utformningen av empiri och analys underlättades genom denna metod.



2.4.6 Validitet, reliabilitet och relevans

Med god validitet menas att det som undersöks är det som avses att undersökas. Det finns mer eller mindre avancerade sätt att försäkra sig om validiteten i en undersökning (Patel & Davidson, 1994). Ett lättillgängligt sätt, enligt Patel & Davidson (1994), är att försöka säkerställa innehållsvaliditeten. För att uppnå god innehållsvaliditet har studien lämnats till uppsatshandledaren som gjort en logisk analys av tillvägagångssättet för att besvara frågeställningarna i problemformuleringen.

Undersökningens tillförlitlighet, reliabilitet, handlar om hur väl instrumentet motstår slumpinflytande av olika slag (Patel & Davidsson, 1994). För att misstolkningar skall minimeras vid intervjuerna så sammanställdes dessa och personen som intervjuades har vid önskemål fått granska och kommentera innehållet. Vid intervjuerna har båda författarna närvarat och diktafon har använts. Detta kompletterades med skriftliga noter och anteckningar.

De värderingsmodeller samt teori och reglering gällande IFRS som beskrivs i den teoretiska referensramen är till största del hämtade från böcker. Här ses inga problem med tillförlitligheten.

Trovärdigheten i artiklar kan variera. Författaren kan vara av en bestämd åsikt och beskriva fenomenet utifrån subjektiva bedömningar. Uppsatsens författare har haft detta i åtanke när artikelmaterial använts och löpande fört diskussioner om trovärdigheten i dessa artiklar. Vetenskapliga artiklar har däremot genomgått en extern bedömning innan publicering. Dessa artiklar anses således inneha god reliabilitet.

3 Teoretisk referensram

I det här kapitlet vägleds läsaren genom vilka teorier det finns bakom företagsvärdering samt vilka teorier och regleringar som finns för berörda delar av IFRS. Det kommer endast att övergripande beskrivas teori rörande värderingsmodeller då inga beräkningar förekommer i undersökningen. I slutet av kapitlet kopplas teori kring företagsvärdering till IFRS för att på så sätt få en smidig och följsam övergång till empirikapitlet.

3.1 Företagsvärdering

Att värdera ett företag eller en aktie bygger på samma grundprincip. Framtida betalningar diskonteras till nuvärde med en diskonteringsränta som ger uttryck för avkastningskravet på investeringen. Avkastningskravet kan antingen beräknas med utgångspunkt från vad det kostar att anskaffa det kapital som investeringen kräver eller beräknas med utgångspunkt från den avkastningen som kan erhållas från bästa alternativa investering (SFF, 2000).

Vid värdering av det egna kapitalet med utgångspunkt från framtida utdelningar måste analytikerna göra prognoser över framtida vinster och i vilken utsträckning dessa är utdelningsbara. För att bedöma utdelningsandelen måste prognoser göras över investeringarna och i vilken omfattning dessa måste självfinansieras för att t ex bibehålla befintlig kapitalstruktur. Detta kräver att beräkningarna görs år för år med resultat- och balansräkningar (SFF, 2000).

All värdering baseras på prognoser. Den praktiska möjligheten att göra någorlunda väl underbyggda prognoser blir sämre ju längre fram i tiden de avser. Därför görs detaljerade prognoser bara för kortare perioder, 5-10 år. Under prognosperioden kan tillväxt och lönsamhet variera år från år (SFF, 2000).

3.2 Kassaflödesvärdering

Kassaflödesmodellen är den mest använda värderingsmodellen i praktiken. Investmentbolag, Corporate Finance-bolag och finansanalytiker använder fritt kassaflöde för att värdera ett bolag. I modellen måste strömmen av det fria kassaflödet prognostiseras. För att göra detta måste en koppling ske mellan de finansiella rapporterna och kassaflödesrapporterna till ett fritt kassaflödesformat. Normalt börjar prognosprocessen med en studie av företagets historiska resultat. SFF (2000) skriver att det första steget vid beräkning av det framtida fria kassaflödet är att göra en prognos över omsättningstillväxten. Den historiska utvecklingen är en naturlig utgångspunkt. Den bör kompletteras med en uppskattning av den totala marknaden om t ex fem år och vilken marknadsandel bolaget har rimliga chanser att uppnå. Soffer & Soffer (2003) menar att på detta sätt kan vi förstå sambandet mellan komponenter av fritt kassaflöde.



Kassaflödesvärderingar avser normalt rörelsen. Det fria kassaflödet beräknas vanligtvis med utgångspunkt från rörelseresultatet före avskrivningar men efter skatt. Detta rörelseresultat reduceras därefter med investeringar i rörelsekapital och anläggningstillgångar. Rörelsens värde reduceras sedan med nettoskulden (värderad till marknadsvärde) för att erhålla värdet av det egna kapitalet. För att få värdet per aktie skall värdet av det egna kapitalet divideras med antalet utestående aktier (SFF, 2000).

SFF (2000) skriver vidare att prognosen för det fria kassaflödet ett visst år består normalt av följande grundkomponenter:

Omsättningen \times rörelsemarginalen före avskrivningar
= rörelseresultatet före avskrivningar, räntor och skatt
- skatt
= rörelseresultat efter skatt men före avskrivningar
+/- förändring av rörelsekapital – nettoinvesteringar i materiella, immateriella och finansiella anläggningstillgångar inklusive goodwill
= **fritt kassaflöde**

Dessa framtida fria kassaflöden diskonteras till nuvärde med användning av den genomsnittliga kapitalkostnaden (WACC).

Soffer & Soffer (2003) delar in prognos- och värderingsprocessen i fyra steg:

1. **Modellera det fria kassaflödet.** Utvecklar en rad ekvationer som används i beräkningen av prognostiserade värden i det fria kassaflödet för varje år som kalkyler görs. Varje ekvation behandlar ett antagande, ofta i form av nyckeltal.
2. **Fastställ antagandena och beräkna resultatet.** Varje prognos är som en knapp på ett kontrollbord och det måste bestämmas var varje knapp skall vara. Vidare bedöms värdena för antaganden med hänsyn till historiska resultat, trender, förväntade ändringar i verksamheten osv. Efter detta kalkyleras ett grundförhållande.
3. **Förfina modellen.** Efter att en modell tagits fram förfinas ofta analytikerna den. Text kan prognoser brytas ner i varuslag eller försäljningstillväxten kan analyseras i detalj genom att försöka förutse pris- och volymförändringar. Dock är det en bra idé att färdigställa grundmodellen i steg ett och därefter lägga till fler detaljerade analyser och förfiningar som matas in i prognoserna.
4. **Känslighetsanalys.** Efter att ha utvecklat ett grundförhållande är analytikern sällan säker på att antagandena är exakta. Kommer försäljningstillväxten att bli högre eller lägre? Kommer kapitalbehovet att förändras? I en känslighetsanalys beräknas de tidigare framtagna värdena utifrån flera olika antaganden. Dessa antaganden varierar



så att det som beräknas täcker in en bredd av utfall som rimligen uppstår. Med hjälp av denna analys får analytikern en förståelse om de potentiella bästa och sämsta utfall i förhållande till den grund som tidigare beräknats.

Antaganden är input i modellerna och outputn är i form av prognoser. Prognoserna avser normalt rörelsen och dess kärnverksamhet och nedan visas ekvationen grafiskt:

$$CORE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+k_c)^t}$$

Källa: Soffer & Soffer (2003)

Där FCF_t är det fria kassaflödet i t år och k_c är den genomsnittliga kapitalkostnaden. Om det antas ett regelbundet mönster av kassaflöde efter den prognosperiod som tidigare beräknats delas modellen in två delar. Ena delen visar kassaflödet i den ursprungliga prognosperioden och den efterkommande delen visar värdet efter den första perioden. Analytiker benämner ofta detta värde terminal value eller perpetuity value. Grafiskt blir det som följer:

$$CORE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+k_c)^t} = \sum_{t=1}^N \frac{FCF_t}{(1+k_c)^t} + \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+k_c)^t}$$

Källa: Soffer & Soffer (2003)



Prognoserna är relativt exakta på FCF_t för perioderna 1 till N . För att bestämma terminal value görs en förhandsberäkning för perioderna $N+1$ och antaganden om ett regelbundet mönster av kassaflöde efter den tidpunkten. Ibland kan det inkluderas en konstant tillväxtränta i terminal value. Med detta menas att vi förväntar oss att det fria kassaflödet skall ha en konstant tillväxt efter den prognostiserade perioden. Nuvärdet på dag N för ett terminal value som startar med FCF_{N+1} på dag $N+1$ och därefter har en konstant tillväxt, g_p , är $FCF_{N+1} / (k_c - g_p)$. Värdet blir då som följer:

$$CORE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+k_c)^t} = \sum_{t=1}^N \frac{FCF_t}{(1+k_c)^t} + \frac{FCF_{N+1}}{(k_c - g_p) \cdot (1+k_c)^N}$$

Källa: Soffer & Soffer (2003)

Det sista matematiska ledet inkluderas av $(1+k_c)^N$ i nämnaren för att diskontera terminal value till dag noll.

3.2.1 Diskonteringsräntan

Nilsson (2002) skriver att diskonteringsränta spelar en avgörande roll när man nuvärdesberäknar betalningsströmmar. Att bestämma vilken diskonteringsränta som skall användas är därför ett kritiskt moment. SFF (2002) menar att ett problem med kassaflödesvärderingar är att bestämma WACC eftersom denna är beroende av marknadsvärdet av det egna kapital, det som man egentligen är ute efter att beräkna. Vidare nämner Nilsson (2002) att i diskonteringsräntan kvantifieras den kompensation som aktieägare och långgivare kräver för att acceptera den risk det innebär att investera i ett företag. Storleken på diskonteringsräntan är därmed beroende av hur stort avkastningskrav som dessa ställer på företaget. Därför används begreppet diskonteringsränta ofta synonymt med begreppet avkastningskrav. Ett ökat avkastningskrav innebär, allt annat lika, att värdet på företaget blir lägre.

Som nämnts tidigare diskonteras rörelsens värde med hjälp av WACC. Nilsson (2002) skriver att WACC beaktar både aktieägarnas och långgivarnas avkastningskrav. Företagets WACC är därmed beroende av två faktorer:



1. Vilken typ av finansieringsform för verksamheten som företaget har valt, dvs. relationen mellan eget och främmande kapital.
2. Kostnaden för varje vald finansieringsform.

SFF (2000) beskriver förfarandet av uträkningen på så sätt att kostnaden för eget kapital är lika med avkastningskravet för det egna kapitalet. Kostnaden för nettoskulden är marknadens låneränta efter avdrag för skatt. Dessa vägs samman med utgångspunkt från den kapitalfördelning som företaget har. Ur Soffer & Soffer (2003) hämtas ekvationen för att närmare förstå beräkningen:

$$WACC = d \cdot k_d \cdot (1 - \tau_c) + (1 - d) \cdot k_c$$

där d är skulden förhållande till totalt kapital, k_d är kostnader för skulder, τ_c är skattesatsen och k_c är kostnaden för eget kapital.

3.3 Relativvärdering

Vid en jämförande värdering baseras beräkningen av ett företags värde på marknadens bedömning av värdet på ett eller flera jämförbara företag. Metoden utgår därmed från att värdet på en tillgång kan uppskattas genom att studera hur marknaden prissätter liknande eller jämförbara tillgångar (Nilsson, 2002).

3.3.1 P/E-tal

Värderingen utgår här från prismultiplar, till exempel det jämförbara företags värdering i förhållande till vinsten, P/E . Metodens utgångspunkt är att värdet på företaget erhålls genom en jämförelse antingen med ett eller flera företag på börsen eller med genomförda företagsförvärv beroende på specifik värderingssituation (Nilsson, 2002). P/E -tal används också ofta som en kontroll av att den absoluta värderingen hamnat på en rimlig nivå, dvs. egentligen att analytikern har baserat sin värdering på framtidsbedömningar som är i nivå med vad som används för andra företag i branschen (SFF, 2000). Vidare nämner Nilsson (2002) att följande information behövs för en jämförande värdering:

- Ett jämförelseobjekt i form av ett snarlikt företag eller en grupp av jämförbara eller liknande företag till det företag som skall värderas.
- En prismultipl som beräknas genom att man dividerar jämförelseobjektets pris med en jämförelsevariabel, till exempel P/E -tal om jämförelsevariabeln är vinsten.
- Om företagen inte är perfekt jämförbara behövs sådan information om företaget att det går att justera för skillnaderna.

Diskussioner uppkommer om den jämförande värderingens tillgänglighet. Soffer & Soffer (2003) skriver att akademiker argumenterar emot metoden och menar samtidigt att det



korrekta tillvägagångssättet att bestämma ett företags värde är genom framtida kassaflöden som diskonteras till nuvärde. De hävdar att metodens begränsning beror på två saker. Multipel värdering utgår från redovisade vinster och inte kassaflöden samt att metoden bara använder ett års resultat och inte framtida förväntade kassaflöden. Förespråkare till multipel värdering har enligt Soffer & Soffer (2003) ett väldigt enkelt argument. Därför att denna ansats är väl förekommande så skall värdet på företag på en marknadsplats i själva verket vara baserad på multiplar. Oavsett vad de teoretiska argumenten påstår om att så inte skall vara fallet använder förespråkarna för multipel värdering det enkla argumentet för att hävda sin rätt.

SFF (2006) skriver trots att P/E -talet har många fel och brister är det sannolikt fortfarande det vanligast förekommande nyckeltalet för att beskriva hur ett företag är värderat. Vidare skriver SFF (2000) att det går att anpassa P/E -modellen (om den används som modell) för en konstant årlig tillväxt med hjälp av Gordons formel. Samtidigt uppger de att denna konstanta tillväxt begränsar användbarheten men att modellen är applicerbar vid beräkningen av slutvärdet vid utgången av en prognosperiod. Då antas tillväxten framöver vanligen vara konstant och ungefär i nivå med den allmänna tillväxten inklusive inflation. För dessa slutvärdesberäkningar bör också avkastningen på eget kapital ligga på en långsiktig hållbar nivå. Generellt kan ett företags P/E -tal beräknas enligt SFF (2000) på följande vis:

$$E = RoE \cdot Eq$$

där E är företagets vinst, RoE är företagets avkastning på det egna kapitalet och Eq är det egna kapitalet.

Företagets årliga tillväxt kan antas ligga i nivå med BNP-tillväxten. Företaget kan inte dela ut hela vinsten eftersom tillväxten kräver ökning av det egna kapitalet. Det egna kapitalet måste öka med tillväxten. Utdelningen blir då

$$u = E - g \cdot Eq$$

där u är utdelningen och g är företagets årliga tillväxt. Vid omformulering av E i termer av avkastning på eget kapital enligt ovan blir det som följer:

$$u = RoE \cdot Eq - g \cdot Eq = Eq(RoE - g)$$

Utdelningen motsvarar alltså det egna kapitalet gånger skillnaden med företagets årliga avkastning på detta efter avdrag för tillväxten.



Enligt Gordons formel är

$$P = u / (k - g)$$

där k är aktiemarknadens avkastningskrav.

Om u ersätts med $Eq(RoE - g)$ enligt ovan blir

$$P = Eq(RoE) / (k - g)$$

Dividera vänstra sidan med E och den högra med identiska $RoE \cdot Eq$ så blir det

$$P / E = (RoE - g) / RoE(k - g)$$

Dvs. P/E -talet är vid konstant årlig tillväxt och konstant årlig avkastning på det egna kapitalet beroende av avkastningen på eget kapital, tillväxten och avkastningskravet.

3.3.2 EV-multiplar

Måttet EBITDA är rörelseresultatet före av- och nedskrivningar i procent av årets fakturering. Det visar hur stor del av faktureringen som blivit över för att täcka av- och nedskrivningar, räntor, skatt och resultat. Resultat före avskrivningar framkommer inte längre av resultaträkningen men är dock vanligt förekommande, inte minst som underlag i kassaflödesvärderingar (SFF, 2006)

Vidare är EBITA ett mått som visar rörelseresultatet efter av- och nedskrivningar men före avdrag för nedskrivning av goodwill, i procent av årets fakturering. Delar av goodwillvärdet från ett förvärv klassas numera som immateriella tillgångar med begränsad livslängd och sådana tillgångar skrivs även fortsättningsvis av. En del av dessa avskrivningar relaterar inte till något renodlat återinvesteringsbehov utan påminner konceptuellt mycket om de tidigare goodwillavskrivningarna. Ett exempel på detta är om företaget redovisar löpande kostnader som innebär att värdet av den immateriella tillgången bibehålls, exempelvis marknadsföringsåtgärder som vidmakthåller värdet av ett varumärke eller löpande kundvård som leder till att värdet av ett kundregister bibehålls. I dessa fall innebär en eventuell avskrivning en dubbel belastning och skall då återläggas.



Dessa två mått kan ställas i relation till rörelsens värde, enterprise value (EV), vilket är summan av företagets börsvärde, minoritetsintresse och nettoskuld. Det blir då istället EV/EBITDA och EV/EBITA. Normalt uppvisar EV-multiplar en mindre spridning mellan olika företag än till exempel *P/E*-tal. Jämförelser mellan företag på EV/EBIT- och *P/E*-nivå kan ge värdefull information om värderingskonsekvenser av olika kapitalstrukturer (SFF, 2006).

Andra vanligt förekommande värderingsmått är Eget kapital per aktie och Substansvärde per aktie. Det första måttet visar det egna kapitalet dividerat med antal aktier på balansdagen. Måttet avser att beskriva storleken av det egna kapitalet som tillhör aktieägarna. Det andra måttet, substansvärde per aktie, ämnar beskriva eget kapital plus dolda reserver i tillgångar som har "objektiva marknadsvärden" efter avdrag för latent skatt till aktuell skattesats. "Objektiva" värden betyder att det skall finnas en marknad för tillgångarna och att den aktuella tillgångens värde kan fastställas med rimlig säkerhet (SFF, 2006). Noterbart är att efter övergången till IFRS minskar skillnaden dessa mått emellan. Mer av differensen mellan marknadsvärden och bokförda värden inkluderas i det redovisade kapitalet.

3.4 IFRS/IAS

Ett av de skäl till varför tillämpningen av internationella redovisningsstandarder antogs var: *"För att gemenskapens kapitalmarknader skall kunna vara konkurrenskraftiga är det av vikt att de standarder som tillämpas i Europa vid upprättandet av redovisningar närmas till internationella redovisningsstandarder som kan användas globalt, när det gäller gränsöverskridande transaktioner och börsintroduktioner överallt i världen."*

(IFRS/IAS, 2005, sid. 27)

Därför skall nu, för varje räkenskapsår som inleds den 1 januari 2005 eller därefter, de företag som är underställda en medlemsstats lagstiftning upprätta sin koncernredovisning i enlighet med de internationella redovisningsstandarder IFRS/IAS som antagits, under förutsättning att deras värdepapper på balansdagen är noterade på en reglerad marknad (IFRS/IAS, 2005).

3.4.1 IFRS 3 Rörelseförvärv

Enligt IFRS 3 p. 4 (IFRS/IAS, 2005) innebär ett rörelseförvärv sammanförandet av separata företag eller verksamheter till en rapporterende enhet. Alla rörelseförvärv skall enligt IFRS 3 redovisas genom tillämpning av förvärvsmetoden vilket innebär att samtliga identifierbara tillgångar, skulder och eventalförpliktelser redovisas till deras verkliga värde. Tidigare redovisningsprinciper gjorde det möjligt att redovisa samgåenden enligt poolningsmetoden vilket enligt IFRS 3 nu alltså inte är tillåtet. Anskaffningsvärdet vid ett rörelseförvärv beräknas av förvärvaren, enligt IFRS 3 p. 24 (ibid.), som summan av de, (a) vid transaktionsdagen, verkliga värdena för erlagda tillgångar, uppkomna eller övertagna skulder



samt för de egetkapitalinstrument som förvärvaren emitterat i utbyte mot det bestämmande inflytandet över den förvärvade enheten, och (b) alla kostnader som är direkt hänförliga till rörelseförvärvet. Förvärvaren skall vid förvärvstidpunkten fördela anskaffningsvärdet för ett rörelseförvärv genom att redovisa de av det förvärvade företags identifierbara tillgångar, skulder och eventalförpliktelser som uppfyller villkoren för redovisning till deras verkliga värden vid förvärvstidpunkten. När det gäller omstruktureringskostnader i samband med ett rörelseförvärv skall, enligt IFRS 3 p. 41 (ibid.), förvärvaren endast redovisa skulder som en del av fördelningen av anskaffningsvärdet för förvärvet om den förvärvade enheten vid förvärvstidpunkten har en befintlig skuld för omstrukturering som redovisas i enlighet med IAS 37 *Avsättningar, eventalförpliktelser och eventaltillgångar*. Därför skall inte förvärvaren redovisa skulder för framtida förluster eller kostnader som förväntas uppkomma till följd av rörelseförvärvet. Tidigare var det vanligt att omstruktureringskostnader ingick i goodwillposten och blev därmed utspridda i tiden men i och med införandet av IFRS har denna möjlighet försvunnit och omstruktureringskostnaderna måste tas löpande över resultaträkningen (SFF, 2006).

3.4.2 Goodwill

Goodwill är skillnaden mellan köpeskillingen för ett företag och värdet på detta företags egna kapital (SFF, 2006). Enligt IFRS 3 p. 52 (IFRS/IAS, 2005) kan goodwill som förvärvas i ett rörelseförvärv ses som en betalning för framtida ekonomiska fördelar som inte går att enskilt identifiera och inte heller att redovisa separat. Förvärvaren skall vid förvärvstidpunkten redovisa den goodwill som uppkommer i ett rörelseförvärv som en tillgång och värdera denna goodwill till dess anskaffningsvärde, som motsvarar den del av anskaffningsvärdet som överstiger det verkliga värdet netto för den förvärvade andelen av den förvärvade enhetens identifierbara tillgångar, skulder och eventalförpliktelser. Till skillnad mot tidigare redovisningsprinciper så skall inte goodwill som uppkommer i ett rörelseförvärv längre skrivas av. Enligt IFRS 3 p. 55 (ibid.), skall istället i enlighet med IAS 36 *Nedskrivningar*, en årlig omprövning göras om ett nedskrivningsbehov föreligger och oftare om händelser eller omständigheter tyder på att ett nedskrivningsbehov kan föreligga. En nedskrivning skall omedelbart kostnadsföras i resultaträkningen, såvida inte tillgången redovisas till ett omvärderat värde.

3.4.3 Immateriella tillgångar

Ett företag har ofta utgifter för att anskaffa, utveckla, underhålla eller förbättra immateriella värden, såsom vetenskaplig eller teknisk kunskap, utformning och införande av nya processer eller system, licenser, rättigheter, kunskap om marknader och varumärken (IFRS/IAS, 2005). Dock måste en immateriell tillgång motsvara definitionen av en immateriell tillgång enligt IAS 38 för att få redovisas som en tillgång i balansräkningen. Om en post inte uppfyller



definitionen för en immateriell tillgång, kostnadsförs utgiften för den när den förvärvas eller upparbetas internt (ibid.).

En tillgång är enligt IAS 38 p. 8 (IFRS/IAS 2005) en resurs som: (a) ett företag har kontroll över till följd av inträffade händelser och som: (b) förväntas ge företaget ekonomiska fördelar i framtiden. Definitionen av en *immateriell tillgång* är enligt IAS 38 p. 8, 10-17 (ibid.), en identifierbar icke-monetär tillgång utan fysisk form och kräver att en immateriell tillgång är *identifierbar*, att ett företag har *kontroll* över tillgången samt att tillgången innebär *framtida ekonomiska fördelar*. Enligt IAS 38 p. 11 (ibid.) krävs att en immateriell tillgång måste vara identifierbar för att kunna skilja den från goodwill och enligt IAS 38 p. 12 (ibid.) uppfyller en immateriell tillgång kriteriet på identifierbarhet när den: (a) går att avskilja eller dela av den från företaget och sälja, överlåta, licensiera, hyra ut eller byta den, antingen enskilt eller tillsammans med hänförligt avtal, hänförlig tillgång eller hänförlig skuld, eller (b) uppkommer ur avtalsenliga eller andra juridiska rättigheter, oavsett om dess rättigheter är överlåtbara eller avskiljbara från företaget eller från andra rättigheter och förpliktelser. Vidare har ett företag, enligt IAS 38 p. 13 (ibid.), kontroll över en tillgång, om det har förmågan att säkerställa att framtida ekonomiska fördelar från den kommer företaget till del och att begränsa andras möjligheter att få del av dessa fördelar. Ett företag skall, enligt IAS 38 p. 22 (ibid.), bedöma sannolikheten för förväntade framtida ekonomiska fördelar utifrån rimliga och välunderbyggda antaganden som utgör företagsledningens bästa bedömning av de ekonomiska förhållandena under tillgångens nyttjandeperiod.

Enligt IAS 38 p. 24, 72, 74-75 (IFRS/IAS, 2005) skall en immateriell tillgång värderas till anskaffningsvärde första gången den tas upp i balansräkningen och därefter skall företaget som redovisningsprincip antingen välja *anskaffningsvärdemetoden* eller *omvärderingsmetoden*. Anskaffningsvärdemetoden innebär att företaget tar upp den immateriella tillgången till anskaffningsvärde i balansräkningen efter avdrag för eventuella ackumulerade avskrivningar och ackumulerade nedskrivningar. Omvärderingsmetoden innebär att efter det att en immateriell tillgång har redovisats första gången, skall den redovisas till omvärderat belopp, som är det verkliga värdet vid omvärderingstidpunkten efter avdrag för eventuella tillkommande ackumulerade avskrivningar och tillkommande ackumulerade nedskrivningar. Verkligt värde skall fastställas genom hänvisning till en aktiv marknad. En aktiv marknad, med de egenskaper som beskrivs enligt IAS 38 p. 8 (ibid.), existerar när (a) handeln avser likvärdiga objekt, (b) det finns vanligen intresserade köpare och säljare och (c) prisinformation är allmänt tillgänglig. Värdering till verkligt värde har tidigare inte varit tillåten enligt RR 15 eftersom den är oförenlig med ÅRL.

Vidare säger IAS 38 (IFRS/IAS, 2005) att om en immateriell tillgång förvärvas i ett företagsförvärv i enlighet med IFRS 3 *Rörelseförvärv*, är denna tillgångs anskaffningsvärde



dess verkliga värde vid förvärvstidpunkten. Därför redovisar en förvärvare per förvärvstidpunkten en förvärvad immateriell tillgång skilt från goodwill om tillgångens verkliga värde kan beräknas på ett tillförlitligt sätt, oavsett om tillgången hade redovisats av det förvärvade företaget före förvärvet eller ej. Alltså tas de immateriella tillgångarna upp som separata tillgångar i förvärvsanalysen även om de inte uppfyller de kriterier som anges i IAS 38. Tidigare ingick dessa tillgångar i goodwillbeloppet och behövde inte redovisas separat.

Enligt IAS 38 (IFRS/IAS, 2005) delar företaget upp skapandet av alla internt upparbetade immateriella tillgångar i en, (a) forskningsfas och en (b) utvecklingsfas, för att avgöra om en internt upparbetad immateriell tillgång uppfyller kriterierna för att redovisas som en tillgång. Även om begreppen "forskning" och "utveckling" är definierade så har begreppen "forskningsfas" och "utvecklingsfas" en vidare innebörd enligt IAS 38. Om ett företag inte kan särskilja forskningsfasen från utvecklingsfasen i ett internt projekt för att skapa en immateriell tillgång, anses utgifterna i det projektet tillhöra enbart forskningsfasen och skall då kostnadsföras när de uppkommer. Dock skall, enligt IAS 38 p. 57 (Ibid.), en immateriell tillgång som uppstår genom utveckling, eller i utvecklingsfasen av ett internt projekt, tas upp som tillgång i balansräkningen om ett antal förutsättningar är uppfyllda. Till exempel måste det vara tekniskt möjligt för företaget att färdigställa den immateriella tillgången så att den kan användas eller säljas och företagets avsikt skall vara att färdigställa den immateriella tillgången och använda eller sälja den och företaget skall också visa hur den immateriella tillgången kommer att generera troliga framtida ekonomiska fördelar.

SFF (2006) tar upp ett flertal punkter som en analytiker behöver information om gällande aktiverade utvecklingskostnader:

- Principer och redogörelser för vad det är för typ av produktutvecklingskostnader, vilken produkt etc.
- Beskrivning av hur utgifterna klassificeras, avseende totala utgifter under perioden, periodens aktivering respektive avskrivning och total effekt på resultatet.
- Information, i förekommande fall, om ändrade bedömningar avseende nyttjandeperiod.
- Tydlig uppdelning av internt upparbetade och förvärvade tillgångar.
- Koppling mellan text och redovisning.
- En tydlig koppling till raden för investeringar i kassaflödesanalysen.
- Eventuella skattemässiga överväganden, exempelvis vilka av- och nedskrivningar som är avdragsgilla.



3.4.4 Värdering till verkligt värde

Den finansiella rapporteringen enligt IFRS har utvecklats till att innehålla värden baserade på prognoser om framtiden på grund av att företagens tillgångar och skulder i större utsträckning värderas till verkligt värde, istället för som tidigare, till historiskt anskaffningsvärde. Ett av de starkaste argumenten för värdering till verkligt värde är enligt Toppe-Shortridge et. al. (2006) att finansiella rapporter baserade på historiskt anskaffningsvärde inte tillhandahåller relevant information för analytiker och investerare. Vidare menar de att det faktum att börsvärdet för börsnoterade bolag så kraftigt överstiger deras bokförda värde visar på denna brist på relevant information. Enligt Toppe-Shortridge et. al. (2006) är motargumenten till värdering till verkligt värde att finansiella rapporter som baseras på verkligt värde inte är pålitliga eftersom de inte baseras på verkliga transaktioner. Istället görs subjektiva uppskattningar och bedömningar från företagsledningen vilket kan ge upphov till manipulation i de finansiella rapporterna. Och är inte informationen pålitlig så bör den inte användas till att basera investeringsbeslut på. Det är just de här två faktorerna, relevans och pålitlighet, som står i kontrast till varandra när det gäller värdering till verkligt värde. Historiskt anskaffningsvärde är inte relevant information och värdering till verkligt värde är inte pålitligt (ibid.).

3.5 Koppling mellan redovisning och företagsvärdering

Redovisning och företagsvärdering är starkt kopplade till varandra och redovisningsinformation är av yttersta vikt för en analytiker då, enligt Johansson (1992), de finansiella rapporterna är en naturlig utgångspunkt för analytiker vid värdering av ett företags värde. Antill & Lee (2005) beskriver ett flertal punkter där redovisningen har en direkt inverkan på företagsvärderingen. Bland annat nämner de att olika värderingsmultiplar som till exempel EV/EBIT baseras i huvudsak enbart på redovisningsdata. Om förändringar i redovisningen ändrar värdena för dessa värderingsmultiplar så kommer outputen bli missvisande och det kommer bli svårt för analytiker och andra intressenter att bara ändra om i modellerna. Vidare tar de upp att företagsvärderingen påverkas om företagen avslöjar information som analytikerna inte tidigare visste om men som är central för värderingen av företaget. Dock kan det enligt Copeland et. al. (2005) vara svårt att veta vilken information som är relevant. Under ett antal decennier har det forskats om just relevansen i redovisningsinformation. Enligt Abdel-khalik (1972) har redovisare under många år försökt sätta sig in i och förstå relevansen i redovisningsinformationen för dess olika användare. Marknadens sätt att reagera på redovisningsinformation som är opartisk och systematisk, avspeglar inte bara marknadens egenskaper utan indikerar också på relevansen i redovisningsinformationen. Detta behöver dock inte innebära att redovisningsinformationen är framställd på ett optimalt sätt. Inte heller behöver det innebära att marknaden reagerar på samma sätt om redovisningsinformationen framställs annorlunda (ibid.). Analytiker och andra intressenter måste därför vara uppmärksamma på hur redovisningsinformationen är utformad och om det sker förändringar i redovisningen till följd av beslut från företagsledningen. Detta



kan ge upphov till asymmetrisk information vilket, i den mening som Soffer & Soffer (2003) uttrycker det, innebär att ledningen vet mer om företaget än omgivningen och detta gör att läsaren inte kan veta hur rättvisande bild som ges. Detta har gjort att analytiker och andra intressenter har blivit tvungna att mer noggrant gå igenom den information som de finansiella rapporterna tillhandahåller och öka sin kunskap för att bättre förstå informationen (Brealey et. al. 2001).

4 Empiri

Detta kapitel redogör för de intervjuer som har genomförts med analytiker. Intervjumaterialet har sammanställts och presenteras genom att skildra det relevanta som har sagts i relation till uppsatsens problem. Citat av någon enskild respondent ges inte i detta kapitel utan snarare en sammanfattning av vad de olika respondenterna uttryckt inom respektive område. Sammanställning av intervju svaren redogörs oberoende av ordningsföljden i bilaga 1.

4.1 Värderingsmodeller

För att få en övergripande bild av vilka värderingsmodeller analytikerna använder sig av vid värdering så ställdes frågan vilken eller vilka värderingsmodeller som de använde samt vilka för- respektive nackdelar det finns med respektive modell. Nedan redogörs för de svar som lämnades. Noterbart är att de flesta av respondenterna inte kunde ge några specifika för- respektive nackdelar med olika modeller utan konstaterade endast att alla modeller och tillvägagångssätt har olika fördelar och nackdelar.

Analytiker 1 berättar att de använder historisk värdering med multiplar. De gör jämförelser mellan bolag med hjälp av till exempel price/book och EV/EBITDA.

Analytiker 2 berättar att han använder två modeller vid värdering. Den ena är relativ p-värdering med P/E-tal som huvudmodell och den andra är kassaflödesmodell som ett komplement till relativvärderingen.

Analytiker 3 använder sig rakt igenom av multipelvärdering, ingen kassaflödesmodell överhuvudtaget på grund av att det, enligt respondenten, tar för lång tid och att det oftast bara behövs vid värdering av bolag med liten försäljning men där marknaden är väldigt stor, till exempel teknologibolag eller medicinteknologiska bolag. Vidare nämner respondenten att han inte utgår från en modell utan använder sig av ett flertal olika multiplar. Dock understryker han att användning av P/E-tal är väldigt liten och hans övergripande syn är att fler och fler går ifrån P/E-tal till att använda andra typer av multiplar.

Analytiker 4 förklarar att någon form av kassaflödesmodell är det vanligaste.

Analytiker 5 berättar att han använder kassaflödesmodell och relativvärdering. Vid relativvärdering används traditionella nyckeltal som till exempel P/E-tal och EV/EBITDA. Vid kassaflödesvärdering används traditionell diskontering av framtida vinster för att få fram ett motiverat värde. Ofta görs ett så kallat "tre scenarier case" där ett normalfall kompletteras med ett sämsta utfall och ett bästa utfall.

Analytiker 6 menar att han använder både kassaflödes-modell och relativvärdering med hjälp av olika multiplar som till exempel P/E-tal.

4.2 Effekter av IFRS

Analytiker 1 beskriver att de fick ändra sina värderingsmodeller lite grann efter implementeringen av IFRS. Detta spelade praktiskt ingen roll på grund av att aktiemarknaden bara inriktar sig emot om resultatet blir bättre eller sämre. Analytikern nämner att det som har haft störst effekter på hans värderingsarbete är den nya redovisningen av pensionsförsäkringar och biologiska tillgångar. Utbildning på området har de haft internt och de har även lärt sig mer i takt med att praktiska problem har uppstått.

Analytiker 2 tycker framförallt att det är två områden av IFRS som gör att det blir problematiskt. Det ena tycker han är de slopade goodwillavskrivningarna som gör att ungefär en tredjedel av börsens bolag höjer sina vinster tämligen kraftigt. Vidare förklarar han att detta gör det svårt vid relativ p-värdering då P/E-historiken blir ett problem eftersom det inkluderar goodwillavskrivningar. Det andra området som ställer till problem är för fastighetsbolag på grund av att även avskrivningar på fastigheter har slopats, vilket är relativt stora summor för fastighetsbolagen. Detta gör att det blir svårt att även här jämföra historiska P/E-tal med dagens. Han nämner också vissa positiva effekter med IFRS och återkommer då till fastighetsbolagen. Analytiker 2 menar att för fastighetsbolag så får man nu ett eget kapital som är värderat till verkligt värde vilket ligger närmre börsvärdena än de tidigare bokförda värdena. Detta kan då ge en extra hjälp vid värdering av just fastighetsbolag. Vidare är en positiv faktor, enligt respondenten, att man slipper omstruktureringsreserver i samband med företagsförvärv inlagda som en del av goodwillberäkningen. Tidigare lade bolagen in en skuld för framtida omstruktureringar i ett uppköpt bolag. Detta drog ner det egna förvärvade kapitalet och drog upp goodwillvärdet. Effekten blev att omstruktureringskostnader till följd av förvärvet inte kom in i resultaträkningen direkt utan via de ökade goodwillavskrivningarna. Nu ska omstruktureringskostnader på förvärvade bolag föras in direkt i resultaträkningen vilket analytiker 2 tycker ger en mer lättbegriplig och lätthanterlig redovisning. Utbildning om IFRS har skett på egen hand och inte genom till exempel kurser eller seminarier.

Analytiker 3 anser att det som har haft störst påverkan är de nya principerna för rörelseförvärv enligt IFRS 3. Dock har det inte, enligt respondenten, inneburit några justeringar i beräkningarna och vad det gäller de slopade goodwillavskrivningarna så menar respondenten att detta var något som han ganska tidigt gick över till att inte ta med. Analytiker 3 anser också att det är positivt för både aktieägare och analytiker att bolagen tydligare specificerar hela förvärvsprocessen. Detta på grund av att bolagen nu måste redovisa hela förvärvsprocessen och kan inte bara ta upp mycket omstruktureringskostnader i balansräkningen och på så sätt jämna ut resultatet. Respondenten medger att det eventuellt



skulle ha varit bra med mer utbildning och kunskap inom IFRS men att det inte har varit aktuellt i hans fall.

Analytiker 4 menar att det som ställer till mest problem är först och främst värdering till verkligt värde. Även om det möjligen kan vara bättre än tidigare så uppstår det en hel del problem förklarar han. I analysmanhang kan detta bli svårt att justera då det uppkommer relativt mycket orealiserade vinster i resultatet. Detta vill analytiker inte ha. Fortsatt förklarar han att IFRS troligen har inneburit bättre information och träffsäkrare prognoser men det innebär också att det blir mer jobb än tidigare. Mer tid får avvaras för varje bolag som värderas. Prognoserna blir nog mer exakta men inte nödvändigtvis mer rättvisa än tidigare påstår han.

Analytiker 5 beskriver att de inte behövt justera deras beräkningar eller modeller efter införandet av IFRS. Däremot är det andra resultatutfall som de behöver ta i beaktning. Här nämner han, som de flesta andra, att de slojade goodwillavskrivningarna ställer till problem. Han berättar att det svåraste var vid övergången när analytiker inte visste hur bolagen skulle agera. Det kan också vara svårt att anta något om nedskrivning av goodwill och därför tar de det i beaktning när det uppstår istället för att göra antaganden om detta. Det ger då bara en engångseffekt säger han. Angående utbildning på området så har det endast förts diskussioner internt hur de ska behandla dessa frågor och följt någon form av samsyn på hur de ska göra.

Analytiker 6 säger att implementeringen av IFRS inte har inneburit några större förändringar för arbetet med värdering. Vidare menar han att det som påverkat mest är de slojade goodwillavskrivningarna men att detta endast berörde vid konverteringen till IFRS och något som de vetat om länge. Från fall till fall kan det få konsekvenser vid användandet av P/E-tal eftersom det blir svårt med P/E-historiken då goodwillavskrivningar inkluderats.

4.3 Finansiella rapporter enligt IFRS som beslutsunderlag

Analytiker 1 hävdar att implementeringen av IFRS varken ger bättre eller sämre underlag för deras företagsvärderingar och analyser. Han förklarar att redovisningen inte visar det som aktiemarknaden vill åt utan det är förändringar upp och ner som är det viktiga.

Analytiker 2 anser att implementeringen av IFRS inneburit att de finansiella rapporterna genererar ett bättre beslutsunderlag. Detta tack vare den bättre pensionsredovisningen, bättre redovisning av optionsprogram samt värderingen till verkligt värde för fastigheter.

Analytiker 3 ser varken att det blivit bättre eller sämre utan understryker att det först och främst är andra faktorer som spelar in vid företagsvärdering och att det svåra ligger i att veta vad företaget kommer att tjäna, åtminstone på lång sikt. På kort sikt menar respondenten att



det eventuellt kan vara avgörande hur de finansiella rapporterna utformas och här påpekar respondenten än en gång förtydligandet av förvärvsprocessen i bolag som har en tillväxt baserad på förvärv samt slopandet av goodwillavskrivningar som kan förenkla vi företagsvärdering.

Analytiker 4 anser att det har blivit bättre underlag i de finansiella rapporterna. Detta tack vare att det nu finns mer information. Dock anser han att det nödvändigtvis inte har blivit lättare då man i större utsträckning själva får bedöma vad som är normalt när prognoser görs. En nackdel berättar han är de orealiserade vinsterna som uppstår och exemplifierar med den rådande fastighetsboomen.

Analytiker 5 anser att det inte har inneburit att de finansiella rapporterna genererar ett bättre underlag för värdering. Det är ungefär samma som tidigare säger han. Det var endast vid övergången till IFRS som det var lite problematiskt men han ser nu ingen större skillnad.

Analytiker 6 menar att implementeringen av IFRS inte direkt inneburit att de finansiella rapporterna genererar bättre beslutsunderlag för analys och värdering av de berörda bolagen. Han tycker snarare att de finansiella rapporterna gått mer åt att bli utformade ur en revisorsaspekt än ur en analytikeraspect. Informationen i de finansiella rapporterna blir på detta sätt mindre relevant för analytiker då fokus skiftat från resultat- till balansräkningen. Transparensen har på så sätt, enligt respondenten, blivit sämre ur ett analytikerperspektiv.

4.4 Immateriella tillgångar

Analytiker 1 säger att genom slopandet av goodwillavskrivningar påverkas bolagens finansiella rapporter. Här spelar prövningen för nedskrivningsbehov en viktig roll och när företagen har gjort dessa kan det påverka väldigt mycket. Han finner det oklart om detta gjort det bättre eller sämre. Vidare förklarar han att bolagen måste kunna bevisa för sina revisorer att det bokförda värdet är korrekt vilket gör att analytiker hamnar ganska långt utanför och får egentligen bara någon form av slutsats om hur och när företaget väljer att pröva om nedskrivningsbehov föreligger. Detta menar respondenten har gjort att aktiemarknaden har slutat att bry sig om goodwill. Han exemplifierar genom att beskriva att om företaget gör en nedskrivning så pekar det egentligen på att det inte är ett välskött bolag men i praktiken tänker nog de flesta analytiker att det ändå inte är något återkommande vilket gör att de förbiser detta. Ur det praktiska perspektivet har detta gjort att fokus har flyttats från goodwill och det anser analytiker 1 inte är bra. Vad det gäller upplysningar så anser respondenten att det inte vore fel med fler upplysningar. Det är alltid bra med mer information menar han.

Analytiker 2 menar att när det gäller goodwill vid företagsförvärv så har man tidigare tagit upp skillnaden mellan bokfört eget kapital och köpeskillingen som goodwill, vilket



respondenten inte tycker är helt korrekt. Nu ska en fördelning göras mellan goodwill och övriga immateriella tillgångar vilket intervjuobjektet anser är väldigt bra om den genomförs hyfsat konsekvent och med bra förklaringar. När det gäller aktivering av produktutvecklingskostnader finns det dock en större skepsis hos analytiker 2. Det är en alldeles för svårverifierad princip och den princip som tidigare tillämpades då utvecklingskostnader gick direkt till resultatet var bättre, menar han. Dels på grund av att om företagen satsade extra mycket på utveckling och fick en ökning av utvecklingsutgifterna och således en ökning av utvecklingskostnaderna så var de ofta mycket villiga att upplysa om varför en ökning skett. Om bolagen nu istället satsar mycket på utveckling och får en ökning av utvecklingsutgifterna så innebär det vid aktivering att endast balansposten ökar. Bolagen har nu inte varit lika villiga att förklara varför balansposten aktiverade utvecklingskostnader har ökat. Därför har, gällande aktivering av produktutvecklingskostnader, redovisningen av immateriella tillgångar blivit mindre tillförlitlig. Angående upplysningar tycker han att de ofta är otillräckliga. Främst då i delårsrapporter vilket kan skapa problem eftersom det för analytiker är väldigt viktigt att väsentlig information finns med i delårsrapporterna och är väl förklarad. Speciellt viktigt är det med bra och tillförlitlig information då det gäller bolag som genomfört rörelseförvärv. Här finns det väldigt stora variationer mellan bolagen om hur mycket av förvärvsanalysen man upplyser om.

Analytiker 3 tycker att principerna för immateriella tillgångar, vad det gäller aktivering av utvecklingskostnader, i grunden är bra men påpekar dock att det beror på vilken typ av företag det handlar om. Problemet ligger i viljan hos företagen att aktivera eller inte och att företag som går bra, helst slipper, medan företag som går sämre, gärna aktiverar. Dock ser respondenten inget större problem med det om det uppmärksammas och det är bra att det blir en större stringens och att det blir en tydligare specificering. Att bolagen har blivit tydligare och mer specifika i sina upplysningar upplever respondenten bara som positivt och har blivit mycket bra eftersom det ökar transparensen och förtroendet för företaget vilket ger en möjlighet för analytiker och förvaltare att ta del av denna information och göra bättre bedömningar. Å andra sidan anser respondenten att det nästan är lite av "information overflow" på aktiemarknaden så det kan även bli svårt att veta vilken del av informationen man ska ta till sig och vilken del som kanske har mindre betydelse.

Analytiker 4 menar att det är två delar som har påverkat. Det första är de slojade goodwillavskrivningarna i och med IFRS 3. Det andra är aktivering av utvecklingskostnader enligt IAS 38. Det senare har inte fungerat i den utsträckning som var tänkt berättar han. Detta på grund av att det har varit svårt att utläsa hur mycket bolagen har aktiverat och varför. Samt när stora förändringar skett så har det inte framgått på ett tydligt sätt. Vidare spekulerar respondenten om avskrivningstider för det som är aktiverat. Han säger att de också kan vara svårt att tyda och, utan att egentligen helt veta, att det emellanåt i vissa bolag används mer

som en resultatjusterande aktivitet. Vidare till goodwillavskrivningarna berättar han att det blev ett stort hack när de nya reglerna infördes. Detta på grund av att ”gammal” goodwill numera inte heller skulle skrivas av. Goodwillposterna har därför blivit mycket större än vad de i framtiden kommer att vara. Detta medför, enligt respondenten, att det för tillfället är ganska otydligt men tror samtidigt att det blir bättre till slut. Sen tycker han att företagens förvärvsanalyser är skäligen svårlästa. Det måste ifrågasättas var bolaget sätter en gräns för de olika poster som de skall ha som en immateriell tillgång. Detta för att tydligare veta vad företagen skall göra avskrivningar på så att de inte istället tar upp det som goodwill vilket inte görs avskrivningar på. Helhetsmässigt tycker han ändå att det har blivit bättre information och bättre underlag för värderingar och prognoser.

Analytiker 5 anser att rörande aktivering av utvecklingskostnader så är det egentligen upp till bolagen själva hur mycket de vill aktivera och sedan får revisorerna göra en bedömning av vad som är riktigt att aktivera och inte. Vidare påstår han att det svåra är att försöka bedöma vad som är rimligt att bolagen lägger ner på utveckling av det de aktiverar och vad som är värt något. Ett exempel, säger han, är bolag som lägger ner väldigt mycket resurser på utveckling. Då kan det vara svårt att bedöma huruvida de tillgångarna är värda någonting i slutändan. Om det finns något värde i utvecklingen överhuvudtaget. Dock anser han att det är en bra reglering. Vad det gäller upplysningar tycker respondenten att företagen blir bättre och bättre på att ge mer och specifik information. Det ligger nu på en behaglig nivå.

Analytiker 6 tycker inte att bolagen bör göra mer specifika upplysningar i sina rapporter utan understryker här än en gång att det tenderar bara bli än mer revisionsinriktat än analytikerinriktat. Informationen speglar mer vad revisorn anser skall upplysas om än vad analytikerna egentligen vill ha.

4.5 Värdering till verkligt värde

Analytiker 1 säger att deras antaganden inte har påverkats av att de finansiella rapporterna utvecklats till att mer baseras på värdering till verkligt värde. Han tar ett närliggande exempel och beskriver ett bolag som har 5 miljarder i goodwill som en följd av att de har gjort flera förvärv de senaste åren. En del av de här anläggningarna har bolaget sagt att de kommer att tvingas stänga ner. Detta leder till stora goodwillnedskrivningar och trots att alla analytiker på aktiemarknaden vet om det så är det ingen som tar det i beaktning eftersom det inte är det som analytiker fattar ett investeringsbeslut på.

Analytiker 2 förklarar att det först och främst är det fastigheter och biologiska tillgångar som skall värderas till verkligt värde. Dock ser han inga problem med de biologiska tillgångarna då detta ofta handlar om ganska små belopp. Däremot när det gäller förvaltningsfastigheter så har det blivit en ökad osäkerhet och det finns viss skepsis till olika bolags värdeberäkningar.



Han berättar att trots de stigande räntorna under de senaste 6-9 månaderna så har det till exempel inte rapporterats om någon dämpad värdetillväxt på fastighetsbeståndet från något bolag utan tvärtom så fortsätter bolagen att rapportera en ökad värdetillväxt. Därför kommer nog en hel del bolag att få vissa problem framöver på grund av att de har räknat för optimistiskt. Vidare tror analytiker 2 att det är först efter en upp- och nedgång som det går att dra slutsatser och se vad resultatet blir av de nya principerna. Dock anser han att detta inte gör det svårare att utföra värderingar och prognoser. Tack vare att detta i princip är ett helt nytt värde som analytiker m.fl. inte haft tillgång till tidigare, åtminstone inte i normalfallet. Han noterar att ny information kan ställa till problem och tankemässiga hinder men kan inte ge sämre information än tidigare, såvida den inte ersätter gammal information. Analytiker 2 menar därför att det ökar precisionen i prognoser och värdering tack vare möjligheten att denna information ökat. Dock återstår det att se med vilken trovärdighet som bolagen individuellt kommer nå hos analytiker och placerare, gällande beräkningarna till verkligt värde.

Analytiker 3 ansåg inte kunna uttala sig om värdering till verkligt värde på ett bra sätt då han inte följer bolagen på den detaljnivå och med den kunskap som han ansåg vara nödvändig. Dock anser han att det möjligen kan ge upphov till problem och är en viktig aspekt framförallt när det gäller bolagens totala kapitalstruktur vilket kan göra det svårare med bedömningar.

Analytiker 4 menar att gällande immateriella tillgångar så har analytiker generellt historiskt bara struntat i goodwillposterna på grund av att det inte har någon påverkan framåt och alla värderingar och prognoser görs ju självfallet framåt. Han berättar att nu blir det fler delar av immateriella tillgångar att ta ställning till. Ses till nedskrivningsbehoven så kan det än så länge vara svårt att bedöma hur bra nedskrivningsbehoven beaktas på grund av att det än så länge bara varit en uppgång sen IFRS infördes. Vidare berättar han att risken blir att det efter ett tag kan bli kraftiga nedskrivningar vilket i nuläget kan vara väldigt svårt att sja om.

Analytiker 5 tycker att värdering till verkligt värde är mycket bra. Han menar att det är sunt att balansräkningen speglar det verkliga värdet på de tillgångarna som bolaget har. Annars finns det risk för dolda tillgångar i bolaget. Subjektiva bedömningar från företagsledningens sida anser han inte blir något problem. Det finns revisorer som skall granska och godkänna så allt går rätt till.

Analytiker 6 tycker inte att det påverkar i någon större grad eftersom det ur värderingssynpunkt inte har någon större betydelse. Respondenten menar att det är kassaflödena och resultatmått som är det viktiga och därför spelar det egentligen ingen roll. Dock ser respondenten det positivt att balansräkningen speglar det verkliga värdet eftersom det bättre återspeglar bolagens börsvärden.



4.6 Sammanfattning

Analytiker 1 tycker inte att de nya redovisningsprinciperna ger en bättre bild av de immateriella tillgångarna och företaget som helhet. Han menar att externa bedömare alltid kommer att bli åsidosatta av företagsledningen och substantiellt har det inte blivit bättre i de finansiella rapporterna.

Analytiker 2 anser att IFRS ger en bättre bild av hela företaget totalt sett och även gällande de immateriella tillgångarna. Han menar att det ger en större tillförlitlighet och en lägre risk i redovisningen.

Analytiker 3 menar att det skapar en bättre bild, framförallt då det gäller goodwill och immateriella tillgångar. Specifikationen vid rörelseförvärv anser respondenten ger en bättre bild av vad som är goodwill och vad som är immateriella tillgångar. Vidare bedömer respondenten att värdering till verkligt värde är bra, framförallt då det gäller finansiella instrument eftersom man då bättre vet vilka risker som bolagen har. Det som analytiker 3 slutligen ser som avgörande är ändå vilka kassaflöden som bolagen producerar, det är det som är intressant på lång sikt.

Analytiker 4 tycker att det har givits ett försök till bättre bild genom mer information. Dock anser han att risken finns att analytiker tar varje given bedömning från företagsledningen som riktig. Det kanske vore bättre att inte ge dem den möjligheten till bedömning avslutar han.

Analytiker 5 tycker helt klart att IFRS och principerna för immateriella tillgångar ger en bättre och rättvisare bild av företaget.

Analytiker 6 anser inte att vare sig IFRS som helhet eller principerna rörande immateriella tillgångar skapar en mer rättvis bild av företaget och genererar ett bättre beslutsunderlag för värdering.

5 Analys

I detta avsnitt kommer det empiriska underlaget att sammankopplas med den teori som beskrevs i kapitel 3. Vidare görs analyser utifrån studiens problemformulering och syfte. Diskussionen förs kring IFRS och dess påverkan vid analytikerns prognos- och värderingsarbete.

5.1 IFRS påverkan vid företagsvärdering

Utifrån empirin och svaren från analytikerna så var det en ganska samstämd bild som gavs över vilka effekter som implementeringen av IFRS givit. Dock anser ingen av de intervjuade analytikerna att implementeringen av IFRS och effekterna som uppstått har inneburit att några större justeringar av beräkningar i de förekommande modellerna behövt göras. Analytiker 1 menar emellertid att små justeringar behövt göras men att de i praktiken inte har spelat någon roll. Analytiker 3 menar att beträffande slopandet av goodwillavskrivningar så var detta något som han tidigt gick över till att inte ta med i beräkningarna. Även om inga större justeringar av modeller har behövt göras så understryker samtliga respondenter att det finns vissa delar som ändå skapar problem.

Slopandet av goodwillavskrivningar såg fyra av de sex analytikerna som den effekt som haft störst resultatpåverkan för de börsnoterade bolagen och som skapat vissa problem vid värdering. Analytiker 2 och 6 menar att problemet ligger i användandet av P/E-tal eftersom det blir svårt med P/E-historiken då goodwillavskrivningar tidigare inkluderats. Enligt Nilsson (2002) krävs det, för att göra en jämförande värdering, ett jämförelseobjekt i form av ett snarlikt företag eller en grupp av jämförbara företag till det företag som skall värderas. Slopandet av goodwillavskrivningarna har inneburit att flertalet av de börsnoterade bolagen har höjt sina vinster, vilket försvårar jämförbarheten. Goodwill skall prövas för nedskrivningsbehov minst en gång om året eller oftare om händelser eller omständigheter tyder på att ett nedskrivningsbehov kan föreligga. Detta kan skapa oklarheter för analytiker i framtiden då företagen har en tendens att ej ge fullständiga upplysningar om eller när ett nedskrivningsbehov föreligger. Det här medför enligt analytiker 4 att det för tillfället är ganska otydligt hur företagen kommer att agera i framtiden. Detta menar analytiker 1 är ett problem då de egentligen bara kommer att erhålla en slutsats om hur och när företagen väljer att pröva för nedskrivning. Analytiker 5 menar däremot att det är svårt att anta om ett nedskrivningsbehov föreligger eller ej. Därför tas detta endast i beaktning när det uppstår och ger då bara en engångseffekt. Denna effekt kan dock bli ansenlig om bolaget har samlat på sig stora goodwillposter vilket kan vara risken för bolag som baserar sin tillväxt på förvärv. Även om det kommer uppstå problem i framtiden så är ändå den samlade bilden att slopandet av goodwillavskrivningarna är den förändring som gett störst effekt och givit upphov till flest svårigheter vid införandet av IFRS.



Beträffande immateriella tillgångar och då aktivering av utvecklingskostnader går det att identifiera en stor skepsis hos analytikerna. De anser att denna regel inte har fallit ut på rätt sätt. Analytiker 2 menar att redovisningen av immateriella tillgångar har blivit sämre. Detta på grund av att principen är svårdefinierad och att bolagen överlag är dåliga på att upplysa och förklara varför de har aktiverat en utvecklingskostnad eller inte. Han får här medhåll från analytiker 4 som finner att det inte på ett tydligt sätt framgår när stora förändringar förekommit. Vidare kan det påstås att bolagen kan använda denna regel som en resultatjusterande post. Problemet kan vara att ett företag som går bra gärna slipper att aktivera medan ett företag som går sämre gärna aktiverar en utvecklingskostnad. Upplysningar angående immateriella tillgångar i de finansiella rapporterna anses enligt analytikerna vara tillräckliga, otillräckliga och på en lagom nivå. Analytiker 4 anser att företagets förvärvsanalyser är skäligen svårlästa och att det måste ifrågasättas var företaget sätter en gräns för de olika poster som är immateriella tillgångar. En av analytikerna påstår dock det motsatta att bolagen blivit bättre på att tydligare specificera hela förvärvsanalysen. Enligt IFRS 3 *Rörelseförvärv* redovisar en förvärvare per förvärvstidpunkten en förvärvad immateriell tillgång skilt från goodwill om tillgångens verkliga värde kan beräknas på ett tillförlitligt sätt, oavsett om tillgången hade redovisats av det förvärvade företaget före förvärvet eller ej. Här blir det viktigt för analytiker att vara uppmärksamma på den information som företagsledningen lämnar. Risker för asymmetrisk information, i den mening som Soffer & Soffer benämner, blir här uppenbar. Emellertid menar analytiker 4 att den informationen som ges, helhetsmässigt skapat ett bättre underlag för värderingar och prognoser. Även analytiker 3 anser det positivt med mer tydligare och specifika upplysningar eftersom det ökar transparensen och förtroendet för företaget. Dock understryker han att det kan vara svårt att bedöma vilken del av informationen som är relevant ur ett analytikerperspektiv och vilken information som har mindre betydelse.

5.2 Finansiella rapporter enligt IFRS som beslutsunderlag

Vad gäller de finansiella rapporternas utformning enligt IFRS som beslutsunderlag för företagsvärdering är uppfattningen bland analytikerna varierande. Tre av respondenterna anser att IFRS inte inneburit att de finansiella rapporterna genererar ett bättre beslutsunderlag än tidigare men samtidigt inte sämre. Bland annat nämns att det är andra faktorer än vad som presenteras i de finansiella rapporterna som spelar in vid företagsvärdering och att redovisningen inte visar på det som aktiemarknaden vill åt. De här åsikterna skiljer sig i vad bland annat Johansson (1992) skriver. Han menar att de finansiella rapporterna är en naturlig utgångspunkt och av yttersta vikt för en analytiker vid värdering av ett företags värde. Två av de sex analytikerna tycker dock att de finansiella rapporternas utformning enligt IFRS har inneburit ett bättre beslutsunderlag för värdering. Argumenten för detta är enligt analytikerna att det nu finns mer information. Analytiker 6 anser emellertid att IFRS inte har inneburit att de finansiella rapporterna genererar ett bättre beslutsunderlag. Han betraktar det snarare som



om att rapporterna har gått mer åt att bli utformade ur en revisorsaspekt än ur en analytikersaspekt och att informationen på detta sätt blivit mindre relevant ur ett analytikerperspektiv. Varför uppfattningen bland analytikerna varierar, om huruvida de finansiella rapporternas utformning enligt IFRS genererar ett bättre beslutsunderlag eller ej, kan tänkas ligga i linje med vad Abdel-khalik (1972) skriver. Han menar att även om redovisningsinformationen är relevant så behöver det inte innebära att marknaden reagerar på samma sätt om redovisningsinformationen framställs annorlunda.

5.3 Värdering till verkligt värde

En av analytikerna påstår att värdering till verkligt värde inte har någon större betydelse ur värderingssynpunkt. Han menar att det är kassaflödena och resultatmåttan som är det viktiga. Lite frågande ställer vi detta uttalande mot vad Antill & Lee (2005) påstår. De menar att det finns ett flertal punkter där redovisningen har en direkt inverkan på företagsvärderingen. De nämner värderingsmultiplar som i huvudsak baseras på redovisningsdata. Det finns här risk för att outputen i multiplarna blir missvisande om de redovisade värdena är felaktigt återgivna. Riskerna kan bli, enligt Cederberg & Thorell (2005), att analytiker grundar sina antaganden i redan gjorda bedömningar av företagsledningen. Via värdering till verkligt värde kan ledningens bedömningar bli högst subjektiva påstår de. Det råder delade meningar hos analytikerna angående tidigare påstående. En menar att det hos fastighetsbolag finns en risk att ledningen är för optimistiska i sina beräkningar. Verkan av detta kan bli att företagen får problem i framtiden. En annan beskriver att subjektiva bedömningar inte är något problem då bolagen har revisorer som skall granska och godkänna så allt utförs korrekt. Analytiker 4 menar att det möjligen är bättre än tidigare men att det uppstår en del problem. Till exempel kan det enligt analytikern, i analysammanhang, bli svårt att justera då det uppkommer relativt mycket orealiserade vinster i resultatet. Detta ligger i linje med vad Toppe-Shortridge et. al. (2006) menar är ett av motargumenten till värdering till verkligt värde. De finansiella rapporterna baserade på verkligt värde är inte pålitliga eftersom de inte baseras på verkliga transaktioner. Återigen blir det viktigt att bolaget förklarar vad som ligger till grund för ett redovisat värde. En liten övervikt av positivism för värdering till verkligt värde går likväl att utläsa hos analytikerna. Argumentet som bör ställas i centrum är att via denna regel ges det möjlighet att göra bättre och träffsäkrare prognoser. Det kan då antas att analytikers värderingar efter hand ökar i trovärdighet utan att påstå att dagens prognoser är felaktiga på något sätt.



6 Slutsats

Resultatet av studien är att analytikers arbete med och beräkningar i värderingsmodeller inte nämnvärt har påverkats efter införandet av IFRS och mer specifikt reglerna för immateriella tillgångar, goodwill och rörelseförvärv. Det går trots allt att utläsa en viss ändring för de antaganden och bedömningar som analytiker måste göra.

Tänkas kan att informationen, via upplysningar och noter, i de finansiella rapporterna skall beskriva *varför* en tillgång eller skuld är värderad till det belopp som framställs i rapporten. Vad ligger bakom företagsledningens beslut om en värdering? Den informationen eftersträvar också analytiker att få tillgång till. IFRS skall dock medföra att sådan information bättre framställs i rapporterna. Efter införandet av IFRS flyttas värderingen från försiktighetsprincipen till värdering till verkligt värde. Detta kan ge upphov till subjektiva bedömningar från företagsledningen när de själva i större utsträckning får bedöma en tillgångs värde. Här blir det viktigt att analytiker är uppmärksamma och utvärderar den information som ges. Detta medför ett merarbete för analytiker och deras bedömningsförmåga sätts väl på prov.

En sammanfattande slutsats blir att IFRS inte gör det svårare för analytiker i deras arbete. Då flertalet av de tillfrågade analytikerna använder multiplar vid värdering och således erhåller redan färdiga värden påverkar inte IFRS nämnvärt. En parallell kan emellertid dras till att kunskapen om IFRS hos respondenterna varierade. Det kan vara så att när kunskapen ökar kan också prognoserna påverkas i större utsträckning. Analytiker ger sig själva då en möjlighet till att få en bättre bild av bolaget och följaktligen leverera bättre prognoser. En reflektion som också har framkommit är att de analytiker som oftare använder sig av kassaflödesberäkningar även besitter bättre kunskap inom redovisningsområdet. Dessa beräkningar grundar sig i större utsträckning på framtida antaganden och behöver mer bedömningar av redovisningsdata från de finansiella rapporterna.

Avslutningsvis skall en försiktighet i slutsatser beaktas. Uppsatsens författare är av den åsikt att det bör ha varit både en ekonomisk upp- och nedgång för företagen innan fullständiga slutsatser kan erhållas.

7 Slutdiskussion

Följande kapitel reflekterar över den källkritik som kan riktas mot studien. Sist, men inte minst, ges förslag på vidare forskning.

Noterbart är att studien har gjorts i en tid då de finansiella rapporterna, som utformats i enlighet med IFRS, fortfarande är under utveckling. Detta kan ha varit en orsak till att kunskapen om IFRS hos intervjuobjekten har varierat, emellertid inte kraftigt, och kan påstås ha påverkat djupet i svaren. Detta har försvårat möjligheterna till att ge en perfekt slutsats. Även ett varierande intresse bland respondenterna för IFRS, den nya information som IFRS gett upphov till samt redovisningsfrågor i allmänhet har inneburit att potentialen i en helt klar slutsats försvårats.

Under studiens förfarande har författarna identifierat frågeställningar som borde vara intressanta att undersöka som en förlängning av denna uppsats. Nedan presenteras dessa i punktform:

- Det kan bli intressant att utveckla en närliggande frågeställning som i denna uppsats men istället efter en ekonomisk nedgång. Hittills, efter IFRS införande, har företagen genomgående visat på en positiv utveckling. Det kan därför vara intressant att få en uppfattning av vad som hänt efter en nedgång.
- Vår uppfattning var att de analytiker som intervjuades hade skild kunskap om IFRS. En undersökning kan bli att om några år, när analytiker troligtvis bättre har tagit till sig de nya reglerna, göra en ny studie.
- Vidare kan det vara intressant med ett annat urval. Möjligtvis kan ett val av analytiker som analyserar företag inom samma bransch ge ett annat resultat.
- Även ett mer specifikt urval av värderingsmodeller vore intressant att undersöka. Djupare analyser av en viss värderingsmodell efter införandet av IFRS kan ge ny kunskap.



Källförteckning

Böcker

Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994) *Tolkning och reflektion – vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Studentlitteratur, Lund.

Andersen, H. (1994) *Vetenskapsteori och metodlära – en introduktion*. Studentlitteratur, Lund.

Barker, R. (2001) *Determining value – valuation models and financial statements*. Pearson Education Limited, Essex.

Brealey, R. A. Myers, S. C. Marcus, A. J. (2001) *Fundamentals of corporate finance*. 3rd ed. McGraw-Hill, New York.

Copeland, T. E. Weston, J. F. Shastri, K. (2005) *Financial theory and corporate policy*. 4th ed. Pearson Addison Wesley, United States of America.

FAR. (2005) *Internationell redovisning i Sverige – IFRS/IAS 2005*. FAR Förlag AB, Stockholm.

Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik – om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Studentlitteratur, Lund.

Johansson, G. (1992) *Företaget utifrån och inifrån – värderingsmässiga aspekter*. Studentlitteratur, Lund.

Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (1992) *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Studentlitteratur, Lund.

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

Patel, R. & Davidson, B. (1994) *Forskningsmetodikens grunder – att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. 2:a uppl. Studentlitteratur, Lund.



Sveriges Finansanalytikers Förening (2006) *Finansanalytikernas rekommendationer* Linderoths tryckeri, Vingåker.

Sveriges Finansanalytikers Förening (2000) *Företagsvärderingsmodeller – variationer på samma tema*. Ljunglöf AB, Stockholm.

Soffer, L. & Soffer, R. (2003) *Financial statement analysis – a valuation approach*. Pearson Education, New Jersey.

Artiklar

Antill & Lee, (2005) Investment Implications of IFRS *Accountancy Ireland*, volume 37 No.4

Barrett, D. (2005) Avoid nasty chocks : get to grips with IFRS. *Accountancy Ireland*, volume 37.1

Gilbertson, B. & Preston, D. (2005) A vision for valuation. *Journal of Property Investment & Finance* volume 23 no. 2 pp. 123-140.

Jansson, T. & Hurtig, M. (2005) Få oväntade effekter vid övergången till IFRS. *Balans nr 3*

Investors take IFRS on board. (2006) *Accountancy Magazine*, volume 137 Issue 1351, p89-89

Klahr, H. (2002) Nya EU-regler för värdepappersmarknaden. *FAR Info*, nr. 12.

Abdel-khalik, R. A. (1972) The efficient market hypothesis and accounting data – A point of view. *The Accounting Review*, volume 47 no. 4 pp. 791-793.

Toppe-Shorridge, R. Schroeder, A. Wagoner, E. (2006) Fair-Value Accounting. *The CPA Journal*, volume 76 no. 4 April.

Internet

Cederberg, O. & Thorell, P. (2005) *IFRS för styrelseledamöter*. Hämtat 2006-04-11 från Ernst & Youngs Nätskrift. http://www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/Sweden/Library_Skriftserie

SOU 2003:71 (2003) *Internationell redovisning i svenska företag*. Hämtat 2006-04-10 från Justitiedepartementet <http://www.regeringen.se/sb/d/108/a/418>



Bilaga 1. Respondenter

Nils Liljedahl

Informationsövervakningschef
OMX Stockholmsbörsen
Ledamot i SFF: s Företagsvärderingsgrupp.
Besöksintervju 2006-05-11

Peter Malmqvist

Analyschef
Nordnet Bank AB
Ledamot i SFF: s Företagsvärderingsgrupp.
Telefonintervju 2006-05-13

Peter Werleus

Kapitalförvaltare
HQ Fonder AB
Telefonintervju 2006-05-15

Urban Ekelund

Analyschef
Redeye AB
Telefonintervju 2006-05-15

Mikael Jåfs

Analytiker
Cheuvreux
Telefonintervju 2006-05-17

Henrik Fröjd

Analytiker
Alfred Berg ABN AMRO
Telefonintervju 2006-05-19



Bilaga 2. Intervjuunderlag

1. Vilka värderingsmodeller använder ni generellt vid företagsvärdering samt vilka fördelar och nackdelar finns det med respektive modell?
 - Om vissa modeller utesluts, varför?

2. Vad har implementeringen av IFRS generellt inneburit för ert arbete?
 - Har ni behövt justera era beräkningar och modeller efter införandet?
 - Varför/varför inte?
 - Har ni blivit tvungna att vidta vissa åtgärder som t.ex. kompletterande utbildning på området?

3. Har implementeringen av IFRS inneburit att de finansiella rapporterna genererar bättre eller sämre beslutsunderlag för era företagsvärderingar och analyser?
 - Varför/varför inte?

4. Hur anser du att införandet av IFRS och mer specifikt, de nya principerna för immateriella tillgångar, påverkat bolagens finansiella rapporter och vilken resultatpåverkan har det inneburit?
 - Vad är positivt och vad är negativt?
 - Varför/varför inte?
 - Anser ni att bolagen bör göra mer specifika upplysningar i sina rapporter, angående immateriella tillgångar, utöver de befintliga?

5. I vad som diskuterats angående tillgångar och skulder, och då även immateriella tillgångar, nämns att värdering till verkligt värde ger upphov till allt fler subjektiva bedömningar av företaget, hur påverkar det era antaganden?
 - Kan detta göra att era värderingar och prognoser blir svårare att beräkna?
 - Varför/varför inte?

6. Slutligen, anser ni att de nya redovisningsprinciperna ger en bättre bild av företagets immateriella tillgångar och således en rättvisare bild av företaget och genererar bättre beslutsunderlag för värdering?
 - Varför/Varför inte?