



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen

Att betala rätt pris på aktier vid en börsintroduktion – betydelsen av immateriella tillgångar

Magisteruppsats i företagsekonomi
Extern redovisning och Företagsanalys
Höstterminen 2003
Handledare: Ann-Christin Frandsen
Författare: Emil Pettersson 800504
Christian Svetlik 790908

Sammanfattning

Magisteruppsats i företagsekonomi, Redovisning, HT 03, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

Författare: Emil Pettersson och Christian Svetlik

Handledare: Ann-Christin Frandsen

Titel: Att betala rätt pris på aktier vid en börsintroduktion – betydelsen av immateriella tillgångar

Bakgrund och problem

När ett företag ska introduceras på en offentlig marknad sätts för första gången ett pris på dess aktier. En mängd modeller om hur en företagsvärdering ska genomföras finns återgiven i teoriböcker på området. Under senare tid har de immateriella tillgångarna blivit allt viktigare och orsakat en mängd nya problem för de som arbetar med redovisning och företagsvärdering. Vad vi undersöker är huruvida det pris som sätts på aktierna är riktigt och då framförallt med avseende på de immateriella tillgångarna. Den information som ges till en privatperson att grunda sitt investeringsbeslut på är börsprospektet och till detta syftar den andra delen av vår frågeställning. Vår frågeställning är: hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar vid företagsvärdering och vilka värderingsmetoder de väljer att använda då en börsintroduktion föreligger, och vidare, kan privatpersoner basera sitt investeringsbeslut enbart på börsprospekten?

Syfte

Uppsatsens syfte är dels att uppmärksamma privata investerare om vad priset på de aktier vilka de tänker investera i utgörs av, samt att bidra med ytterligare kunskap om problemet med immateriella tillgångar.

Avgränsning

Vi avgränsar oss dels till den svenska marknaden och introduktioner under 2002, mycket p.g.a. redovisningsaspekten. Att behandla alla marknader skulle innebära att vi som författare varit tvungna att sätta oss in i utländska redovisningsregler vilket vi inte haft tid till. En annan avgränsning är från allt för komplicerade beräkningsmodeller då vi inte syftar till att skapa en modell för företagsvärdering eller ifrågasätta de priser som introduktionerna 2002 ledde fram till.

Metod

Vi använder i uppsatsen en kvalitativ ansats och ett abduktivt undersökningssätt. Informationen som används är både primär, i form av intervjuer, och sekundär, främst i form av vetenskapliga artiklar och börsprospekt. Teori är hämtad från diverse böcker på området samt vetenskapliga artiklar och lagtext. Detta är primärt hämtat från Handelshögskolans bibliotek med tillhörande databaser.

Resultat och Slutsatser

Vi har kommit fram till att det aldrig är en värderingsmodell som avgör värdet på ett bolag samt att hänsyn till de immateriella tillgångarna alltid på något sätt finns med i värderingen. Vidare är det subjektiva bedömningar som avgör på vilket sätt de immateriella tillgångarna finns med. En privat investerare kan i viss mån använda ett börsprospekt till värdering, men de är inte tillräckligt informativa för att grunda investeringsbesluten endast på detta material.

Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
1. Inledning	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Immateriella tillgångar	5
1.3 Företagsvärdering	7
1.3.1 Värderingsmodeller	7
1.5 Frågeställning	8
1.6 Syfte	8
2. Metod	9
2.1 Vad är vetenskapligt?	9
2.2 Forskningsansats	9
2.3 Metodval	10
2.4 Angreppssätt	11
2.5 Vetenskapliga krav: Reliabilitet och validitet	11
2.6 Intervjuer	12
2.7 Urval	13
2.8 Informationsinsamling	14
2.9 Avgränsningar	14
2.10 Sammanfattning genom metodmodell	15
2.10.1 Metodmodell	16
3. Teori	17
3.1 Immateriella tillgångar	17
3.2 Värderingsmodeller – en översikt	19
3.2.1 Analys av hur det gått för företaget historiskt sett	19
3.2.2 Diskonterade kassaflödesmodeller	20
3.2.2.1 WACC	21
3.2.2.2 CAPM	22
3.2.2.3 En tillgångs β	23
3.2.3 Relativvärdering	23
3.3 Sammanfattning teori – övergång till empiri	24
4. Empiri	25
4.1 Börsprospekten	25
4.1.1 Immateriella tillgångar	26
4.1.2 Kursintervallet	26
4.1.3 Konkurrensfördelar	27
4.1.4 Riskfaktorer	27
4.1.5 Finansiell information	27
4.1.6 Bolagsordningen	27
4.1.7 Rapporter	27
4.1.8 Mål och utdelningspolitik	28
4.2 Intervjuer	28
4.2.1 Immateriella tillgångar	29
4.2.1.1 Intervjuperson A – investmentbank	29
4.2.1.2 Intervjuperson B – investmentbank	29

4.2.1.3 Intervjuperson C – riskkapitalbolag	29
4.2.1.4 Intervjuperson D – riskkapitalbolag	30
4.2.2 Företagsvärdering inför en börsintroduktion.....	30
4.2.2.1 Intervjuperson A - investmentbank	30
4.2.2.2 Intervjuperson B - investmentbank	31
4.2.2.3 Intervjuperson C - riskkapitalbolag.....	32
4.2.2.4 Intervjuperson D - riskkapitalbolag.....	33
5. Analys	34
5.1 Immateriella tillgångar	34
5.2 Företagsvärdering	35
5.2.1 Analys av hur det gått för företaget historiskt sett	35
5.2.2 Diskonterade kassaflödesmodeller	35
5.2.3 Relativvärdering	37
5.3 Inför en börsnotering	38
6. Slutsatser.....	40
6.1 Immateriella tillgångar	40
6.2 Företagsvärdering	41
6.3 Prospektens användbarhet.....	42
6.4 Sammanfattning slutsatser och frågeställning	43
Ordlista	44
Källförteckning	46
Bilaga 1.....	49
Intervjuer.....	49
Intervjuperson A – investmentbank	49
Immateriella tillgångar	49
Företagsvärdering.....	50
Inför en börsnotering.....	51
Hall’s hypotes.....	52
Intervjuperson B – investmentbank.....	52
Immateriella tillgångar	52
Företagsvärdering	53
Inför en börsnotering.....	55
Hall’s hypotes.....	56
Intervjuperson C - Riskkapitalbolag	56
Immateriella tillgångar	56
Företagsvärdering.....	57
Inför en börsnotering.....	58
Hall’s hypotes.....	59
Intervjuperson D – Riskkapitalbolag.....	60
Immateriella tillgångar	60
Företagsvärdering.....	60
Inför en börsnotering.....	61
Hall’s hypotes.....	61
Bilaga 2.....	62
Intervjufrågor.....	62

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Aktiemarknaden är något som under de senaste åren fått en betydligt större plats i vårt medvetande. Media rapporterar dagligen om hur utvecklingen ser ut runt om i världen både vad gäller valutor och tillväxt i form av BNP men kanske framförallt hur det gått på de olika börserna världen över. Kunskapen hos allmänheten är väldigt olika, men ändå har många av oss investerat våra besparade pengar och kanske mest förekommande, en del av vår pension på börsen. Vad är det då vi betalar för, i fonder eller aktier? Många svarar nog bara att de investerat i ett företag utan att vidare fundera på vad som skapar värdet i företaget. Vi kommer genom denna uppsats förklara lite av den problematik som finns med att värdera ett företag riktigt, främst med avseende på immateriella tillgångar. Vad vi också tycker är intressant är vad en privatperson har för information att grunda sina beslut på och då främst vid nyintroduktioner.

Immateriella tillgångar d.v.s. tillgångar som inte är direkt mätbara, så som human kapital, varumärken, forskning och utveckling, kundrelationer, goodwill etc. är, nu mera, ett ständigt aktuellt område inom företagsekonomin, främst p.g.a. att de ökat så pass mycket i betydelse. Allt fler företag har immateriella tillgångar och det finns stor osäkerhet förknippad med dessa. Osäkerhet finns främst rörande identifieringen av de immateriella tillgångarna, identifiering av dess ekonomiska fördelar samt vid bestämmande av nyttjandeperioden för tillgången. Enligt Hall (2001) kan värdet på ett företags immateriella tillgångar, beräknas som skillnaden mellan ett företags marknadsvärde och bokförda värde. Bukh (1999) kallar detta ”market-to-book ratio” och anser i likhet med Stewart (1997) att skillnaden dem emellan ökat markant i synnerhet hos s.k. kunskapsintensiva företag så som Microsoft, AstraZeneca och Oracle. Enligt Edvinsson (1997) resresenterar redovisningen de materiella tillgångarna medan resten av företagets värde måste bero på immateriella tillgångar så som intellektuellt kapital. Vårt intresse ligger i om och i så fall hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar vid företagsvärdering. Speciellt intressant blir ämnet vid en nyintroduktion, d.v.s. när ett bolag skall noteras på en kapitalmarknad för första gången. Då skall man för första gången bestämma ett pris på företagets aktier (företagets värde) och osäkerheten torde vara stor.

1.2 Immateriella tillgångar

Immateriella tillgångar har fått en allt större betydelse för företagens ekonomiska situation (Smith, 2000). Det som gör immateriella tillgångar aktuella idag är att (1) de utgör en allt större del av företagens totala tillgångsmassa (Zhang, 2003) samt (2) att de anses vara orsaken till den ökande skillnaden mellan företags marknadsvärde och bokförda värde (Hall, 2001, Edvinsson, 1997). Zhang (ibid) kallar förhållandet mellan immateriella och materiella tillgångar för ”intangibles-to-hard-assets ratio” och menar på att det varierar beroende på bransch, men att det generellt har ökat. I och med att värdet på materiella tillgångar vanligtvis endast är en bråkdel av marknadsvärdet på ett företag, anser Hall (ibid) och Edvinsson (ibid) att resten av värdet kommer från immateriella tillgångar, Edvinsson (ibid) specificerar sig till och med ytterligare och anser att intellektuellt kapital utgör hela skillnaden. Bukh (1999) kallar hela resonemanget för ”market-to-book argument”.

Mycket av den forskning som bedrivits runt immateriella tillgångar har enligt Choi, Kwon och Lobo (2000) fokuserat på redovisningen av goodwill och relaterade aspekter, då goodwill är den största immateriella tillgångar för de flesta företag (utifrån balansräkningen). Choi et. al. (ibid) drar slutsatsen att de immateriella tillgångar som är bokförda i balansräkningen (BR) är positivt relaterat till marknadsvärdet på ett företags värdepapper. Studier av Amir, Harris och Venuti (1993), Chauvin och Hirschey (1994) och McCarthy och Schneider (1995) rapporterar samtliga om signifikativa positiva förhållanden mellan goodwill och ett företags marknadsvärde. Jennings, Robinson, Thompson och Duvall (1996) har också empiriskt undersökt förhållandet mellan kapitalmarknadsvärden och förvärvad goodwill. I överensstämmelse med tidigare studier så indikerar även deras resultat att marknaden värderar förvärvad goodwill som en tillgång, de finner dock lite bevis för ett systematiskt förhållande mellan avskrivning på goodwill och marknadsvärde. Även McCarthy och Schneider (1995) presenterar ett påtagligt positivt förhållande mellan goodwill och ett företags marknadsvärde.

Immateriella tillgångar har enligt Choi et. al. (2000) varit väldigt omdebatterade i USA. Kärnan till denna debatt har varit huruvida det bokförda värdet på immateriella tillgångar verkligen reflekterar värdet av deras framtida ekonomiska fördelar. En relaterad fråga är huruvida periodiska avskrivningar på immateriella tillgångar verkligen återspeglar värdeminskningen. I synnerhet har de periodiska avskrivningarna kritiserats. Till skillnad från här i Sverige så har man i USA frångått årliga avskrivningar på immateriella tillgångar och ersatt det med s.k. ”Impairment test”, d.v.s. årliga prövningar om nedskrivningsbehov (Marton, 2003). Choi et. al. (ibid) presenterar en undersökning där resultatet indikerar att marknaden värderar bokförda immateriella tillgångar positivt vilket de menar stödjer rådande redovisningsstandarder (d.v.s. RR15 i vårt fall), regelbundna avskrivningar på immateriella tillgångar anser de dock kan ifrågasättas starkt.

Immateriella tillgångar generellt, både de som uppfyller kraven i RR15 och övriga, kännetecknas till skillnad från materiella tillgångar av en stor osäkerhet. Även Smith (2000) beskriver denna osäkerhet och nämner att detta kan vara en anledning till att inte alla immateriella tillgångar erkänns i redovisningen. Enligt Zhang (2003) är osäkerheten påtaglig vid bestämmandet av tillgångens ekonomiska livslängd, under vilken tillgångens ekonomiska fördelar kommer realiseras, d.v.s. nyttjandeperioden. Osäkerheten menar Choi et. al. (2000) resulterar i att marknadsvärdet på en dollar immateriell tillgång är lägre än motsvarande marknadsvärde på andra materiella tillgångar.

Enligt Ekström (2000) är en konsekvens av den ökade andelen immateriella tillgångar i företag att värderingen av bolagen blivit svårare, då det handlar om att ta ställning till helt nya frågor, samt att det under de senaste åren även har kommit fram en hel del nya tankar om värderingsmetoder. Ekström (ibid) anser att den värderingslitteratur som fortfarande används till stora drag är inriktad mot värdering av stora noterade företag, ofta så kallade industriföretag. I och med ”Internetboomen” vid slutet av 1990-talet väcktes dock röster för att de gamla värderingsmetoderna inte var tillräckliga för att förklara marknadens värdering av företag med allt större andel immateriella tillgångar, då främst s.k. kunskapsföretag. Exempel på faktorer som påverkar priset, men inte anses vara immateriella tillgångar enligt RR15, är enligt Ekström (ibid) förhandlingsstyrkan mellan parter, utbudet av idéer, människor och kapital, möjligheterna till riskhantering och strukturering av affären samt vilket värde som den nya ägaren förväntas bidra med direkt och i framtiden. Detta menar Ekström (ibid) visar att värdering av ett företag idag till stor del handlar om att ställa rätt frågor och inte om formler och matematik. Alla värderingar är subjektiva men ett företags värde beror aldrig på

vilken metod som används. Metoderna är endast ett medel för värderaren att komma fram till sin slutsats (Ekström).

Den största immateriella tillgången, värdemässigt, är således goodwill vilken enligt befintligt är positivt relaterade till marknadsvärdet på ett företag. För att visa det rätta värdet på tillgångarna i balansräkningen justerar man dem för värdeminskningar och hur detta ska göras är omdiskuterat vid immateriella tillgångar. De immateriella tillgångarna för med sig osäkerhet, och företaget blir således svårare att värdera då även de immateriella tillgångarna ska räknas in i värdet.

1.3 Företagsvärdering

Vid en nyintroduktion, d.v.s. när ett bolag noteras på en kapitalmarknad, får det för första gången ett marknadsvärde. Inför detta måste man på något sätt komma fram till ett pris på aktierna, d.v.s. introduktionskursen. Detta värde multiplicerat med antalet aktier blir som tidigare nämnts företagets börsvärde. Eftersom immateriella tillgångar medför osäkerhet, ställer vi oss frågan om hur denna osäkerhet påverkar värderingen, tar analytiker och investerare verkligen hänsyn till den vid ett investeringsbeslut och hur syns denna osäkerhet.

1.3.1 Värderingsmodeller

Värderingsmodeller är ett enkelt, om än lite teoretiskt, sätt att förklara värdet på ett företag. Enligt Danielsson och Fransson (2003) har fokus flyttats från kassaflödesvärderings modeller (s.k. DCF-modeller) till att se mer på helheten med fokus på relativvärdering och användandet av olika multiplar. Danielsson och Fransson (ibid) menar att kassaflödesvärderingen främst minskat i betydelse p.g.a. att den är förhållandevis lätt att manipulera. Relativvärdering innebär att man genom en jämförelse mellan företagens olika multiplar uppskattar värdet i förhållande till konkurrenterna. Det som kan vara ett problem med relativvärderingen är att den ibland använder sig av ett företags aktiekurs för framtagningen av kvoterna. Detta blir lite problematiskt om ett bolag inte är noterat på en marknadsplats (Karlsson 2002).

För att kunna undersöka uppsatsens problem, anser vi att en förutsättning är att undersöka vilken/vilka värderingsmodell/er som investmentbanker och riskkapitalbolag arbetar med inför en börsintroduktion. Den uppenbarar problematiken att avgöra vad som är immateriella tillgångar samt vad som är en tillgång men som inte går att värdera, resulterar som sagt i osäkerhet. En del av det vi kallar immateriella tillgångar är de tillgångar som inte uppfyller kraven för att redovisas enligt RR15, exempelvis alla kontakter, framförhandlade kontrakt, anställda och allt annat som gör att företaget fungerar. Hur ska detta värderas och ska inte även dessa räknas in i värdet på de aktier som finns i företaget?

För att bestämma ett företags värde kan man således använda värderingsmodeller. Vilka som används samt hur de är uppbyggda är dock olika. Även vad som betraktas som en immateriell tillgång och inte är olika. Detta leder till ytterligare problematik vid värdering av företag.

1.5 Frågeställning

Eftersom de immateriella tillgångarna är positivt relaterade till ett företags värde är de nödvändiga att beakta vid en värdering. För att värderingen ska bli riktig/rättvisande är det nödvändigt att de delar som ingår är rätt uppskattade, även vilka delar som ska ingå är något som får uppskattas genom valet av värderingsmodell. Att de immateriella tillgångarna ska vara med vid en värdering skapar större osäkerhet och företaget blir således svårare att värdera. Vissa värderingsmodeller använder sig av siffror som bygger på aktiekurser och här uppkommer ytterligare ett frågetecken i värderingssynpunkt, nämligen vad som används när dessa inte finns.

Vår frågeställning är hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar vid företagsvärdering och vilka värderingsmetoder de väljer att använda då en börsintroduktion föreligger, och vidare, kan privatpersoner basera sitt investeringsbeslut enbart på börsprospekten?

1.6 Syfte

Syftet med uppsatsen är tvådelat. Genom att besvara vår frågeställning och det problem som ligger till grund för denna, tillgodoser vi behov från både den praktiska och teoretiska aspekten. För att förstå vad vi menar med detta beskriver vi våra tankegångar under rubrikerna nedan. Således är syftet att beskriva hur det praktiskt går till att sätta rätt pris på ett företags aktier vid en börsintroduktion och på detta sätt skaffa kunskap för att besvara frågeställningen ovan.

Praktiska aspekten:

Allt fler och fler svenskar spekulerar på kapitalmarknaden av olika anledningar, den största anledningen torde dock vara att generera en större avkastning än vad som annars är möjligt. Detta leder oss oundvikligen in på att betala rätt pris för det jag som investerare köper. Kunskapen hos investerare är olika stor och många av dem som investerar saknar helt och hållet någon kunskap om hur kapitalmarknaden fungerar, värderingar, immateriella tillgångar och vad som påverkar det introduktionspris som sätts. Många investerare berörs och det är väsentligt att uppmärksamma det problem som föreligger i och med kunskapsbristen. Telia introduktionen år 2000 anser vi är ett bra exempel, där det tydligt förelåg en bristande kunskap hos investerarna. Vad var det som ”felade” här, kan den stora nedgången direkt efter noteringen möjligtvis ha med immateriella tillgångar som t.ex. företagets intellektuella kapital att göra? Skulle investerare ha betalat 85 kronor även om de såg hur mycket av värdet som låg i materiella respektive immateriella tillgångar?¹

Teoretiska aspekten:

Vi har i våra tidsbegränsade efterforskningar inför uppsatsen inte funnit speciellt mycket om vårt ämnesområde, och forskningen som ligger i gränstrakterna till vårt innebär ofta komplicerad läsning åt det nationalekonomiska hållet. Den knappa tiden har som sagt varit en bidragande faktor, hade mer tid givits hade vi säkerligen funnit forskning som är snarlik vår.

¹ Vi har inte för avsikt att besvara dessa frågor, utan vi nämner dem för att förklara vår tankegång.

Vi hoppas dock att vår undersökning, med ett stort inslag av hur professionella analytiker och investerare arbetar med immateriella tillgångar och företagsvärdering, bidrar med ökad kunskap för läsaren.

2. Metod

Detta kapitel handlar om hur vi gjort för att undersöka relationen mellan immateriella tillgångar och aktieprissättning vid nyintroduktioner. Det finns många teorier om hur forskaren ska nå fram till ett resultat som är vetenskapligt riktigt, och genom detta kapitel skapar vi förståelse för hur vi tänkt i produktionen av uppsatsen olika delar. Att visa hur vi tänkt ger större tillförlitlighet till det vi kommer fram till och ger även oss en viss trygghet då vi visar att vi inte fabricerar fakta utan studerar den verklighet som ämnet erbjuder.

2.1 Vad är vetenskapligt?

Vetenskapen ska beskriva och förklara de fenomen som omger oss, och principen är att det skall ske på ett sådant sätt att dessa beskrivningar och förklaringar blir ”objektiva” och ”sanna” (Rosengren & Arvidsson, 1992). Författaren förmedlar relevant och välstrukturerad information, samt att han² presenterar fakta och tolkning i skilda avsnitt. Vidare kännetecknas även alla vetenskapliga metoder av noggrannhet samt kritisk och öppen resultatredovisning av källor och övrigt material. Avsikten är att läsaren själv skall kunna dra slutsatser om undersökningens resultat och bedöma relevansen (Ehrlow, T, Kjöllström, B, Lindström, P, 1995). Det är i en utredning lämpligt att fråga sig vilka olika typer av fakta som kan bedömas som vetenskapliga eller icke vetenskapliga. Ett påstående kan vidare kallas vetenskapligt om det ingår i en vetenskaplig teori, är formulerat vetenskapligt eller är bekräftat genom vetenskapliga metoder. Tillämpar och behärskar man vetenskapliga teorier och metoder kan en undersökning kallas vetenskaplig (Molander, 1993). Det vi tagit fasta på är att även andra ska komma fram till samma saker d.v.s. kunna dra slutsatser om undersökningens resultat. Läsaren ska utan ansträngning inse att det som vi kommit fram till är självklart även om utrymme till egna tolkningar av fakta givetvis måste få finnas.

2.2 Forskningsansats

*”Innan jag vet vad jag ska undersöka,
kan jag inte veta hur jag ska göra det”*

(Holme & Solvagn, 1997)

Holme & Solvagn (1997) menar att valet av metod ska ske utifrån den problemformulering som är gjort för undersökningen, den metod som bäst passar för att fylla uppsatsens syften väljs sedan.

Vår uppsats befinner sig mellan en litteraturstudie och en fallstudie. Litteraturstudie då vi genom att läsa stora delar av det andra skrivit på området låtit oss påverkas av deras tankegångar, samt att vi analyserat material skapat och analyserat av någon annan. Det vi syftar på som fallstudie är undersökningen av verkligheten och denna är gjord, liksom

² Vi väljer att använda han, honom för att underlätta läsningen. Det kunde lika gärna varit hon och henne.

Merriam (1994) uttrycker det, inte för att komma fram till den korrekta eller sanna tolkningen av fakta utan för att undanröja felaktiga slutsatser. Skillnaden på en litteraturstudie och empirisk studie är i vår mening att i den empiriska studien ställs frågor till människor i stället för, som i litteraturstudien, till utvald litteratur på området.

2.3 Metodval

Medvetenhet i metodval och metodapplicering är viktigt i strävan mot vetenskaplighet. Efter att ha definierat det övergripande syftet med undersökningen sker ett val mellan de två huvudformer av metod som finns inom samhällsvetenskapen, nämligen kvantitativ- och kvalitativ metod (Backman, 1992).

Enligt Andersen (2001) innebär den kvantitativa metoden att flitigt använda sig av statistiska, matematiska och aritmetiska formler samt att ha klara riktlinjer för hur undersökningen ska genomföras. Det som söks är numeriska relationer mellan mätbara egenskaper och det kvantifierbara sambandet dem emellan. Kunskapssyftet med den kvantitativa metoden är att orsaksförklara de fenomen som är föremål för undersökningen. Detta möjliggör en förutsägbarhet om fenomenen.

Kvalitativa metoder innebär att samla in data och sammanställa denna för att ge en djupare förståelse av det område som studeras. Kvalitativa data är ofta av mjukare karaktär och avser t.ex. värderingar och attityder. Kunskapssyftet är här primärt förståelse och inte förklarande. (Holme & Solvang, 1997). Den kvalitativa metoden anser vi passar vårt syfte bäst. Även om det skulle vara bra om det gick att kvantifiera de subjektiva tolkningar och känslor som ligger tillgrunden för företagsvärderingar tror vi inte att detta är möjligt. Detta p.g.a. att det som är subjektivt tolkas olika av olika människor och således går det inte att få en förutsägbarhet för någon annan än just den analyserade personen. Vi avser inte att utforma någon modell som framtida investerare ska följa, vid investeringsbeslut i och med nyintroduktioner, utan snarare beskriva, förklara samt ge läsaren en tankeställning som kan vara honom till hjälp vid osäkerhet i de investeringsbeslut han ska ta. Vår studie är kvalitativ då vi söker förståelse och inte numeriska relationer. Detta erhålls genom att först läsa mycket om området för att kunna föra samtal med respondenterna vid intervjutillfällena, vi anser det viktigare att något sägs än att räkna hur många gånger det sägs. Respondenterna blir vår verklighet och vi försöker förstå varför de uttrycker sig på det sättet de gör genom att diskutera svaren sinsemellan och sedan göra kopplingar till teori (analys).

Teorierna är dels tänkta att ge en förklaring till vad vi sedan skriver om i empiri, analys och slutsatser och dels användas för att se eventuella likheter mellan dem och det intervjupersonerna uttrycker. Skillnader och likheter mellan empiri och teori leder oss fram till slutsatser. Intervjuerna ger oss information om verkligheten, d.v.s. i vårt fall respondenternas åsikter och uppfattningar rörande hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar vid företagsvärdering inför en börsintroduktion. I prospekten har vi sett på informationsvärdet/nyttan för investerare vid investeringsbeslut. Det har vi gjort genom att se på: (1) vilken information prospekten ger utifrån vissa rubriker samt om det går att värdera ett bolag inför en börsintroduktion baserat på detta. Rubrikerna valdes genom att se vad som var återkommande genom de fyra prospekten. (2) hur immateriella tillgångar och deras värdeskapande och osäkerhet beskrivs. Det vi hoppas kunna använda prospekten till är att se huruvida den information som finns återgiven i prospekten motsvarar den information som enligt teorier och respondenter behövs för ett välgrundat investeringsbeslut.

2.4 Angreppssätt

Det finns i princip två vägar att gå när det gäller att producera kunskap om samhället, organisationer eller mänskligt beteende och de kallas för deduktion och induktion. Ett deduktivt arbetssätt innebär att forskaren utifrån allmänna principer och befintliga teorier drar slutsatser om enskilda företeelser. Ur den redan befintliga teorin härleds hypoteser som sedan empiriskt prövas i det aktuella fallet. Forskaren utgår från den befintliga teorin och bestämmer vilken information som ska samlas in, hur den ska tolkas och slutligen hur han ska relatera resultatet till den befintliga teorin. Deduktion kallas för bevisföringens väg (Andersen, 2001). Induktion har omvänt tillvägagångssätt, här utgår forskaren från en enskild händelse och sluter sig sedan till en princip eller en generell lagbundenhet. Induktion utgår alltså från empiri och sluter sig till en generell kunskap om teorin. Vid ett induktivt arbetssätt följer forskaren ”upptäckens väg”. Detta innebär att forskningsobjektet studeras först utan att förankra undersökningen i en redan befintlig teori (Patel et. al., 1994). Induktivt tillvägagångssätt är vanligt vid så kallade explorativa undersökningar och fallstudier. Författaren vill på basis av exempelvis ganska få personers upplysningar om deras inställningar till det som undersöks säga något generellt (Andersen, ibid).

Alvesson & Sköldbberg (1994) anger ett tredje sätt som de kallar för abduktion. Ett abduktivt angreppssätt innebär att forskaren varvar empiri och teori. Han börjar i empirin för att sedan fortsätta i teorin men går sedan tillbaka till empirin. Abduktion kan sägas vara ett mellanting mellan induktivt och deduktivt angreppssätt, detta på grund av att abduktion precis som induktion utgår från empirisk fakta men avvisar inte teoretiska föreställningar och ligger således i detta avseende närmare deduktion.

Abduktion ligger nära det angreppssätt vi använder oss av. Vi började med att läsa en mängd artiklar skrivna på området. Dessa var i många fall grundade på undersökningar och kan därför i viss mån ses som sekundär empiri för oss. Det kan vara svårt att veta när någon forskares empiri blir teori och vi väljer därför att inte säga att vår studie är strikt deduktiv. Eftersom den inte heller kan anses vara induktiv då vi de facto har utgått från teorier, samt den sekundära empirin, ser vi själva vårt angreppssätt som abduktivt.

2.5 Vetenskapliga krav: Reliabilitet och validitet

För att kunna bedöma forskningsresultatets kvalitet och trovärdighet används begreppen validitet och reliabilitet. Reliabilitet innebär att en undersökning har en tillförlitlighet d.v.s. att alla i t.ex. en undersökning uppfattar frågorna på rätt sätt. Detta kan uppnås antingen genom att olika observatörer ser på fenomenet och får samma resultat, eller att en och samma observatör gör upprepade observationer och får samma svar. Reliabilitet har alltså med mätinstrument att göra och kan påverkas av tillfälligheter som gör att mätningen inte blir rätt gjord. Om reliabiliteten är god ska alla observationer kunna jämföras med varandra för att få fram en bra bild av undersökningssvaren.

Validiteten betyder att undersökningen är giltig och relevant d.v.s. att det som avses mätas verkligen mäts. Undersökningens resultat ska alltså överensstämma med de studerade fenomen, verkligheten och undersökningens syfte. En undersökning kan ibland ha god

reliabilitet men låg validitet, t.ex. kan en grupp individer uppfatta ett antal frågor helt rätt (god reliabilitet), men om frågorna inte behandlar det undersökningen avser är validiteten dålig.

Vid kvalitativa studier är målet att förstå ett fenomen, vilket innebär att forskaren vid varje nytt undersökningstillfälle vill få fram nya fakta. Därför är det inte så relevant att försöka få samma resultat vid upprepade studier, varför begreppet reliabilitet är mer vidkommande vid kvantitativa undersökningar (Andersen, 2001). God reliabilitet är ändå något vi tycker är viktigt och för att nå detta har vi i uppsatsen, som beskrivs nedan, utfört intervjuer på det sätt vi finner bäst med avsikt på att få respondenten att förstå frågorna samt för att få oss att förstå vad respondenten menar i sina svar. Att hämta teorier och tankar från många olika källor tror vi också bättrar på reliabiliteten i undersökningen då risken för fel är mindre om flera personer kommit fram till samma saker. God validitet får vi genom att beskriva vad vi avser skriva om för respondenten innan intervjuerna. Förståelse för vad undersökningen handlar om minskar risken för att respondenten missuppfattar vad frågorna avser. Vi som författare började med att läsa mycket om vårt ämnesområde för att på så sätt minska risken för att de frågor vi ställer behandlar ovidkommande saker. Detta styrker validiteten samt sparar mycket arbete med att analysera intervjuer som inte behandlar rätt saker.

2.6 Intervjuer

Användandet av djupintervjuer med experter är vanligt i kvalitativa undersökningar, speciellt i uppsatser. Anledningen till detta är att det i många fall helt enkelt inte går att finna de svar som sökes i befintlig litteratur (Ejvegård, 1996). I vår uppsats har detta fått betydelse då vi t.ex. inte funnit någon universell sanning om hur kursintervall ska sättas och hur immateriella tillgångar påverkar det. Den subjektiva tolkningen av vad som skapar värde, och som således betalas för, är ytterst väsentlig. En tanke bakom våra intervjuer är att visa våra läsare vad som sker i verkligheten, intervjuerna ger vår uppsats validitet. Det generella problemet med att sätta rätt pris på ett företag vid en nyintroduktion innehåller den del vår frågeställning syftar till att svara på nämligen hur de immateriella tillgångarna behandlas. Med intervjuerna syftar vi till att få detta förklarat för oss, samtidigt ger intervjuerna oss kunskap till att besvara den andra delen av vår frågeställning, d.v.s. om det för en privatperson går att basera sitt investeringsbeslut på prospekten. Intervjupersonerna anser vi lättare kan återge vilken information som behövs vid investeringsbeslut och således är intervjuerna viktiga även i detta avseende. Den sistnämnda frågan kräver också att vi ser till börsprospekten och vad dessa innehåller. Giltigheten ökar då forskningen får substans d.v.s. den behandlar det den avser att behandla. Utan intervjuer kan vi bara spekulera i vilka värderingsmodeller som används samt hur de immateriella tillgångarna behandlas i praktiken.

När väl forskaren bestämt sig för att använda intervjuer måste han ta ställning till hur de ska utföras. Två ytterligheter är att antingen hålla en strikt intervju med hög grad av strukturering. Intervjuaren ska här vara passiv och inte bidra med något förutom de formaliserade frågorna. Den andra ytterligheten är att hålla en helt informell intervju där intervjuaren deltar och skapar empiri tillsammans med respondenten, som vid ett samtal (Bell, 1995). Vi anser att ett mellanting mellan ytterligheterna ger vår forskning mest, då möjligheten att understryka oklarheter med hjälp av följdfrågor samtidigt som risken att glida från ämnet reduceras. Grunden till intervjun består av ett par breda formaliserade frågor och där efter ställs eventuella följdfrågor eller förfråganden av förtydliganden av svaren. En anledning till att inte hålla en helt formell intervju är enligt oss att den så kallade intervjuareffekten här är större.

Direkta frågor utformas ofta som att det skulle finnas ett givet svar som respondenten då försöker återge.

Det anses vara relativt svårt att komma i kontakt med de personer som är experter på området företagsvärdering, bl.a. beskriver Rimmel (2003) detta i sin doktorsavhandling. Samtidigt har antalet nyemissioner efter den s.k. IT-bubblan minskat drastiskt (www.di.se). Genom att utgå från bolagen som noterades under 2002, och deras prospekt, kunde vi se vilka aktörer som var inblandade i noteringarna. Bilden vi fick var att det genomgående var ett fåtal företag som var inblandade i samtliga noteringar: Carnegie, EQT, Industri Kapital vilka vi beslöt att kontakta. Den första kontakten skedde genom att vi ringde upp respektive företag, detta gick tyvärr inte så bra, då de lovade att återkomma vilket inte skedde. Istället fick vi genom personliga kontakter hos vissa av företagen som noterades under 2002 kontakt med de aktuella investmentbankerna och riskkapitalbolagen. Dessutom kom vi genom personliga kontakter även i kontakt med FöreningsSparbankens investmentbank Swedbank som ligger i startfasen med sin corporate finance-avdelning.

Den svenska riskkapitalbranschen och investmentbankernas corporate finance-avdelningar är koncentrerade till Stockholm. Detta resulterade i att vi fick väga för- och nackdelar med att antingen åka till Stockholm och genomföra våra intervjuer eller göra det via högtalartelefon från Göteborg. Med tanke på den snäva tidsramen samt närheten till julen 2003, kom vi fram till att det bästa för både författare och respondenter skulle vara att göra telefonintervjuer, dels för att vi på så sätt sparade tid men främst för att det ganska snabbt framgick att vi aldrig skulle kunna klämma in alla intervjuer i Stockholm på en dag, d.v.s. skulle vi träffa respondenterna personligen var detta tvunget till att ske över ett antal dagar när de fick tid så att säga. Genom att använda telefonen var vi inte beroende av att vara i Stockholm med kort varsel när respondenterna slutligen hörde av sig. Intervjuerna som sedan genomfördes tog cirka fyrtio till fyrtiofem minuter och utfördes med hjälp av högtalartelefon, och respondenten fick först grundfrågorna som talade om vad intervjun kom att beröra (vi bifogar grundfrågorna som vi skickade. Det bör dock noteras att detta bara var en grund till intervjuerna och många fler saker diskuterades.). Genom att skicka ut frågorna i förväg anser vi att respondenten får mer tid till att förbereda sig och således ge bättre svar. Efter intervjuerna skickade vi också tillbaka det material som vi erhöll för att det vi fått fram genom intervjuerna skulle stämma överens med det respondenten hade för avsikt att förmedla. Trots att detta kunde ses som negativt valde vi att göra på detta viset då vi ansåg att det var viktigt att fakta vi återgav stämmer. Användandet av högtalartelefon möjliggjorde att båda författarna kunde föra anteckningar vilket innebar att vi fått ut så mycket som möjligt från det som sades under intervjuerna. Vi valde att inte spela in intervjuerna då detta enligt oss skulle göra respondenten mer försiktig i det han uttryckte och således skulle det finnas en risk att väsentlig information inte framkom.

2.7 Urval

Frågan om vi ska välja att studera alla enheter i en population eller göra ett urval ter sig i vårt fall tämligen enkelt. Det skulle vara omöjligt att studera hela den population som potentiellt vill bilda sig en uppfattning om huruvida en nyintroducerad akties pris har substans eller inte. Det går dock att uttrycka sig om hela populationen även då inte alla enheter studerats, detta kallas inferens. Ett urval måste göras då inte hela populationen betraktas och detta urval kan göras på något olika sätt. I ett enkelt slumpmässigt urval har alla enheter i populationen samma sannolikhet att komma med i forskningen. Vanligast är här att forskaren använder ett

datorprogram för att få fram ett slumpstal som sedan avgör vilka i populationen som ska studeras. En annan möjlighet är att först stratifiera (gruppera) populationen och sedan göra det slumpmässiga urvalet enligt ovan. Ännu ett sätt är att göra ett klusterurval där populationen först delas in i kluster, efter det väljs några kluster ut och ett slumpmässigt urval sker från de valda klustrena. Vilken modell forskaren väljer beror givetvis på de praktiska möjligheterna samt de resurser han förfogar över. Om syftet med undersökningen först och främst är att beskriva en population måste kravet på urvalsrepresentativitet ha hög prioritet medan om syftet är förklarande blir representativitets kravet underordnat andra krav (Andersen, 2001). Viss kritik till urvalet i vår undersökning är befogat då vi inte gjort på något av ovanstående sätt utan helt enkelt intervjuat de personer som vi anser har störst kunskap, insikt och erfarenhet av ämnet vi skriver om, d.v.s. personer anställda i de tidigare nämnda företagen som hållit i introduktionerna. Givetvis tillhör dock de intervjuade den tänkta populationen och eftersom de personer som besitter expertis i ämnet är relativt få, i Sverige, anser vi att våra intervjuer ger ett mycket bra urval.

2.8 Informationsinsamling

I det inledande stadiet av uppsatsarbetet sökte vi mycket information på närliggande områden för att skapa oss en bred kunskapsgrund att stå på i det fortsatta arbetet. En annan anledning till att söka information om det tänkta forskningsämnet är att ingen tidigare ska ha utfört en likadan undersökning. Det material som inhämtades och studerades hittade vi i vetenskapliga journaler så som Journal of Business Research, Journal of Business Finance and Accounting. Dessa fick vi tillgång till via Handelshögskolans bibliotek med tillhörande databaser. Journalerna var antingen elektroniska eller tryckta och behandlade områdena redovisning och finansiering. Viss litteratur av mindre vetenskaplighet men ändå viktig både för förståelse och till viss del teori hämtades från tidningen Balans där olika tankar och teorier om redovisningsämnet finns skrivna. Om just värdering av företag finns det mycket skrivet, möjligen i och med de subjektiva tolkningar som föreligger ämnet. Böcker med teorier på ämnet är inlästa ibland med hjälp av tidigare uppsatser och forskning. Parallell läsning mellan en teori bok och ett skrivet material kan ge en större förståelse för vad den initiala författaren egentligen menar. Tidigare studier kan vara felaktiga och att utgå strikt från dessa skulle inte vara speciellt vetenskaplig.

2.9 Avgränsningar

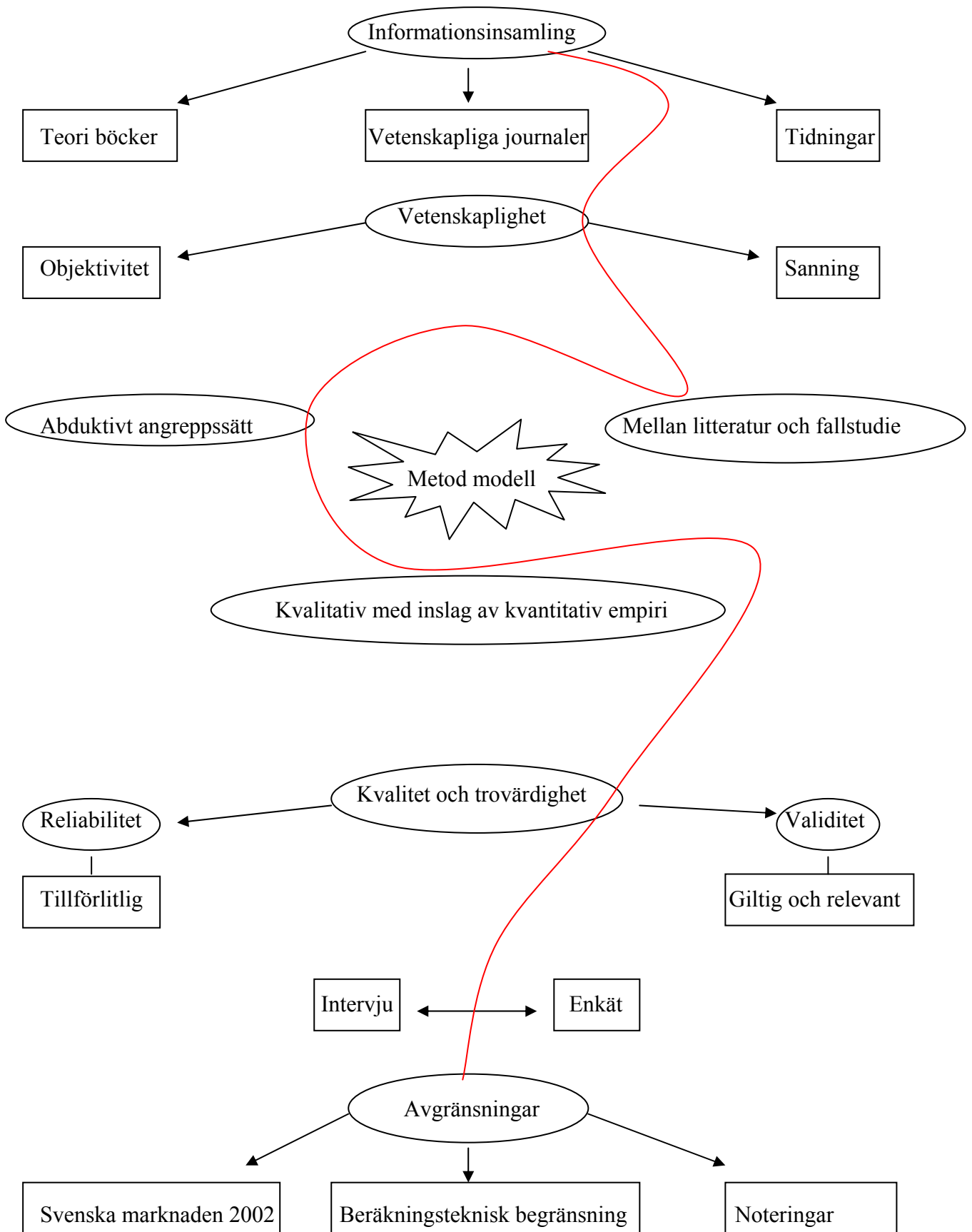
För att undersökningen ska kunna utföras på den tid vi har till vårt förfogande (10 veckor) samt att den genomgående är relevant krävs att avgränsningar görs. Vi har valt att endast inrikta oss på den svenska marknaden och då till introduktioner som skedde under året 2002. Undersökningen handlar inte om de specifika fallen utan vi har sett till dessa företag vid läsning av prospekt och vid valet av intervjupersoner. Vid studier på internationella marknader finns i dagsläget problem med bl.a. jämförbarhet mellan vad som finns med i årsredovisningar, hur immateriella tillgångar redovisas samt andra regler som försvårar arbetet. Den svenska redovisningen är den vi känner till bäst och således tror vi att resultatet av studien blir mer tillförlitligt med en nationell avgränsning. En annan avgränsning har sin grund i den praktiska aspekten i syftet. Beroende på oss som författare och på en sekundär läsare utelämnar vi komplicerade matematiska beräkningar i och med framtagning av aktiens pris. Vår teori kommer därför att försöka hållas relativt enkel i dessa avseenden. Beräkningstekniskt handlar mestadels om nationalekonomiska problem. Vi begränsar oss

alltså från allt för komplicerade beräkningar. I inledningsskedet av uppsatsskrivandet hade vi för avsikt att förklara och beskriva skillnaden mellan ett företags marknadsvärde och bokfördavärde genom Hall's hypotes, vilket läsaren delvis känner igen från bakgrunden. Våra respondenter blev också bekantade med Hall's forskning och vi bad dem uttala sig om vad de tyckte om Hall's resonemang. Vi har dock valt att avgränsa oss även från detta område då det blev väldigt teoretiskt och krävde en något djupare (filosofisk) tankebana för att förstå och låg således inte i linje med vår uppsats.

2.10 Sammanfattning genom metodmodell

Genom en metodmodell utformad av författarna själva ger vi läsaren en snabb överblick över hur uppsatsens arbete är utformat. Kapitlet metod består i mångt och mycket i att visa läsaren att författarna tänkt i de olika metodologiska banor som ger uppsatsen vetenskaplighet. För en läsare väl insatt i metodologisk teori tror vi det räcker att titta på vår metodmodell för att få tillräcklig förståelse för hur arbetet fortskridit.

2.10.1 Metodmodell



Figur 1 (egen modell)

3. Teori

En förutsättning för att kunna dra slutsatser kring hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar då de gör företagsvärderingar inför en börsintroduktion, samt om man som privatperson kan basera sitt investeringsbeslut på börsprospekten är att ha relevanta teorier att relatera till. Baserat på vår litteratursökning har vi valt ut teorier, från teoriböcker, vetenskapliga artiklar samt andra uppsatser, som vi upplever som ständigt återkommande och relevanta för ämnet. Vi anser att detta ger oss ett kortare och mer relevant teoriavsnitt än om vi skulle ha utgått från den mängd teorier som finns rörande främst företagsvärdering. För att göra teorikapitlet så enkelt som möjligt för läsaren har vi valt att beskriva teorierna rörande (1) immateriella tillgångar och (2) företagsvärdering, förhållandevis generella och i viss mån omarbetade för ökad förståelse, utan att för den skull minska deras relevans. Vi anser inte att en djupare beskrivning behövs för att besvara uppsatsens frågeställning, om läsaren vill ha en utförligare förklaring av teorierna så hänvisar vi till de författare vilka vi refererar till för fördjupad förståelse.

3.1 Immateriella tillgångar

Enligt Smith (2000) har immateriella tillgångar fått en allt större betydelse för företags ekonomiska situation. Smith (ibid) skriver också att redovisningen av dessa hamnat i fokus till stor del p.g.a. det anglosaxiska synsättet och kravet på "true and fair view", d.v.s. att redovisningen skall ge en rättvisande bild av verkligheten.

Redovisningen av immateriella tillgångar behandlas i Redovisningsrådets rekommendation nr 15 (RR15 - Immateriella tillgångar) som bygger på IAS (International Accounting Standards) 38 "Intangible Assets" med vissa undantag. Vi tänkte inleda med att definiera vad som kännetecknar en tillgång. Enligt RR 15 p. 7 (FAR, 2003) är en tillgång en resurs som: (1) företaget har kontroll över, (2) skall ha uppkommit till följd av inträffade händelser, (3) som skall ge ekonomiska fördelar i framtiden.

En immateriell tillgång är enligt RR15 p.7 (ibid):

"en identifierbar icke-monetär tillgång utan fysisk substans som används för produktion eller tillhandahållande av varor eller tjänster samt för uthyrning till andra eller för administrativa ändamål".

(FARs Samlingsvolym, 2003, s.846)

Smith (2000) skriver att det som skiljer immateriella tillgångar från materiella tillgångar är det att de immateriella uppkommit till följd av produktion eller anskaffning av tjänster, som företaget förväntas ha nytta av under en längre period.

Vidare skall en immateriell tillgång enligt RR15 (FAR, 2003) uppfylla följande tre krav rörande:

- *Identifierbarhet*: en immateriell tillgång skall vara identifierbar för att den på så sätt skall kunna särskiljas från goodwill. En tillgång är avskiljbar om företaget kan hyra ut, sälja, byta ut eller dela ut de särskilda inkomster eller andra ekonomiska fördelar som är förknippade med tillgången, utan att därmed göra sig av med de framtida ekonomiska fördelarna av andra tillgångar som används inom samma intäktsskapande verksamhet.

- *Kontroll*: ett företag har enligt RR15 (FAR, 2003) kontroll över en tillgång om det kan säkerställa att de framtida ekonomiska fördelarna kommer att tillfalla företaget och samtidigt begränsa andras möjligheter att få del av dessa fördelar. Kunskap om marknader och teknik kan ge upphov till framtida ekonomiska fördelar, om t.ex. kunskaperna skyddas av legala rättigheter såsom copyrights eller andra överenskommelser. Utbildning av personal är en omdebatterad post, problemet är att de anställda måste stanna kvar i företaget för att utbildningen skall få tas upp som en immateriell tillgång. Vanligtvis har dock ett företag ingen kontroll över hur länge de anställda stannar kvar i företaget. P.g.a. detta motsvarar vanligtvis inte utgifter för utbildning definitionen av en immateriell tillgång. Av liknande skäl betraktas inte heller kundrelationer och kundlojaliteter som immateriella tillgångar, eftersom företaget inte kan kontrollera den fortsatta existensen av dessa relationer och lojaliteter.
- *framtida ekonomiska fördelar*: dessa fördelar kan utgöras av intäkter från försäljning av produkter eller tjänster eller kostnadsbesparingar.

Motsvarar en post inte definitionen av en immateriell tillgång kostnadsförs den då den förvärvas eller upparbetas internt. Internt upparbetad goodwill, varumärken, utgivningsrätter för tidningar och publikationer, kundregister och liknande skall inte redovisas som en tillgång i balansräkningen (BR). Enligt RR15 (FAR, 2003) skall en immateriell tillgång endast tas upp i BR till anskaffningsvärde om det är sannolikt att de framtida ekonomiska fördelarna som är förknippade med tillgången kommer att tillfalla företaget och tillgångens anskaffningsvärde kan beräknas på ett tillförlitligt sätt. Sannolikheten för de framtida ekonomiska fördelar som företaget ska bedöma, görs utifrån rimliga och väl underbyggda antaganden om de ekonomiska förhållanden som kommer att råda under tillgångens nyttjandeperiod, enligt företagsledningens bästa bedömning.

Ibland kan det vara svårt att bedöma om en internt upparbetad immateriell tillgång uppfyller kraven för att tas upp som en tillgång. Enligt RR15 (FAR, 2003) kan det vara svårt att:

- identifiera om, och vid vilken tidpunkt, det finns en identifierbar tillgång som genererar framtida ekonomiska fördelar samt
- fastställa tillgångens anskaffningsvärde på ett tillförlitligt sätt och i vissa fall kan utgifter för att ta fram en immateriell tillgång internt inte särskiljas från utgifter för att bibehålla eller öka tidigare interntupparbetad goodwill eller från utgifter i den löpande verksamheten.

En annan svårighet rörande immateriella tillgångar är den rörande forskning och utveckling (FoU). Enligt RR15 (FAR, 2003) skall ett företag för att avgöra om en internt upparbetad immateriell tillgång uppfyller kriterierna för att redovisas som en tillgång i balansräkningen, dela upp arbetet med att skapa tillgången i en (a) forskningsfas och (b) en utvecklingsfas. Svårigheten ligger främst i att avgöra om forskningen och utvecklingen skall aktiveras i balansräkningen eller kostnadsföras direkt. RR15 (ibid) säger att om ett företag inte kan särskilja faserna från varandra, anses utgifterna tillhöra forskningsfasen. Detta innebär enligt rekommendationen att det inte ger upphov till en tillgång som får redovisas i balansräkningen, således skall utgifter för forskning kostnadsföras direkt då de uppkommer. Utgifter för utveckling eller utgifter för utvecklingsfasen i ett projekt skall dock enligt RR15 (ibid) tas upp som en immateriell tillgång i balansräkningen. För att få göra detta måste dock företaget kunna visa att ett antal förhållanden föreligger, t.ex. så måste det vara tekniskt möjligt att färdigställa den immateriella tillgången samt måste företaget ha för avsikt att färdigställa den immateriella tillgången så att den kan användas eller säljas.

3.2 Värderingsmodeller – en översikt

1. *Analys av hur det gått för företaget historiskt sett:* Första steget i att analysera ett företag är att titta på historiken. Fokus bör enligt Copeland (2000) ligga på de viktigaste delarna i företagets värdeskapande, nämligen avkastning på investerat kapital och tillväxt. Det mest väsentliga nyckeltalet är enligt Copeland (ibid) ROIC (Return on Invested Capital).
2. *Diskonterade kassaflödesmodeller (DCF-modeller):* Dessa förklarar bolagets värde som de förväntade kassaflödena diskonterade med den ränta som reflekterar risken med kassaflödena (Copeland, 2000). Vi kommer här att beröra de olika beståndsdelar som behövs för att räkna ut samt förstå dessa, t.ex. WACC (Weighted Average Cost of Capital) och CAPM (Capital Asset Pricing Model).
3. *Relativvärdering:* I relativa värderingsmodeller används olika multiplikatorer, värdet på företaget bestäms genom att exempelvis vinsten multipliceras med någon framräknad multipel vilket gör att ett värde på företaget kan fastställas (Damodaran, 1994). De mest använda multiplarna är enligt Damodaran (ibid) P/E (price/earnings) och P/S (price/sales) vilka vi även kommer att beröra.

3.2.1 Analys av hur det gått för företaget historiskt sett

Enligt Copeland (2000) bör första steget i att analysera ett företag vara att titta på historiken. Fokus bör enligt Copeland (ibid) ligga på avkastning på investerat kapital och tillväxt. ROIC (Return on Invested Capital) är ett mått för att mäta avkastningen i ett företag och räknas ut som nettoresultat från den operativa verksamheten minskat med justerade skatter dividerat med investerat kapital.

$$ROIC = \text{Net operating profit less adjusted taxes} / \text{invested capital}$$

(Copeland, 2000, s. 165)

Som vi nämnde i bakgrunden består företagen idag till allt större del av immateriella tillgångar och den kanske vanligast förekommande synliga är goodwill (Ekström, 2000). Hur goodwillen ska behandlas när det gäller företagets avkastning är inte helt klart. I de flesta fall ska ROIC beräknas både med och utan goodwill. Beräkningen som exkluderar goodwillen mäter företagets operativa förmåga och är användbar för att jämföra olika företags operativa förmåga samt för att analysera olika trender. Beräkningen som inkluderar goodwill mäter hur företaget har använt investerarnas pengar, huruvida företaget tjänar så mycket som kapitalet kostar när de tar hänsyn till de premier de betalat vid företagsförvärv. Det är inte ovanligt att företag har stor avkastning i den operativa verksamheten medan beräkningen som inkluderar goodwill visar att de inte täcker sin kapitalkostnad. Sättet på vilket goodwill skall inkluderas i beräkningen är att hela beloppet läggs på det investerade kapitalet utan hänsyn till eventuella avskrivningar, resultatet belastas således inte med själva avskrivningarna. Anledningen till att analytiker inte skriver av goodwill är enligt Copeland (2000) att den inte, som andra tillgångar, förbrukas och behöver byta ut. En uppfattning som bland annat stöds av Zhang (2003) och Choi et. al. (2000).

3.2.2 Diskonterade kassaflödesmodeller

Enligt Damodaran (1999) är värdet på en tillgång en funktion av tre variabler: (1) hur mycket den genererar i kassaflöden, (2) när dessa kassaflöden förväntas uppstå samt (3) osäkerheten förknippad med kassaflödena. En diskonterad kassaflödesvärdering för samman dessa tre variabler och värdet på en tillgång beräknas som nuvärdet av dess framtida förväntade kassaflöden (Damodaran, ibid).

Det finns två varianter av kassaflödesvärdering:

- *equity valuation* (värderar enbart aktiekapitalet)
- *firm valuation* (värderar hela företaget)

(Copeland, 2000, Damodaran, 1999)

Den förstnämnda, ”equity valuation”, innebär helt enkelt att kassaflödet till ägarna av det egna kapitalet diskonteras med kostnaden för det egna kapitalet. Här tas ingen hänsyn till att företagets kapitalstruktur förändras med tiden. Fördelen med ”equity”-modellen är att den är förhållandevis enkel att förstå i teorin, nackdelen är att den enligt Copeland (2000) inte är lika användbar p.g.a. att den inte värderar hela bolaget utan enbart aktiekapitalet. Att enbart diskontera kassaflödena till aktieägarna ger mindre information om vart i företaget värde skapas och det blir således svårare att se möjligheterna till värdeskapande. Ett vanligt fel vid diskonterad ”equity”-värdering är enligt Copeland (ibid) en inkonsekvens mellan företagets utdelningspolicy och diskonteringsräntan. Detta blir lättare att se om vi tänker oss ett exempel där företaget ändrar sin utdelningspolicy. Företaget tjänar fortfarande lika mycket men delar ut mer och således blir kassaflödet till ägarna större. Om inte diskonteringsräntan ändras leder detta till att värdet, enligt ”equity”-värderingen, blir större. Felet ligger i att om företaget delar ut mer måste de använda sig mer av skuldsatt kapital och detta betyder en större risk, och således en högre diskonteringsränta för det egna kapitalet.

Vid ”firm valuation” diskonteras istället hela företagets förväntade framtida kassaflöden. När man ser på verksamhetens värde, ser man till (1) skuldernas värde och (2) aktiekapitalets värde. Värdet av en skuld är nuvärdet av kassaflödena till ägaren av skulden diskonterade med den ränta som reflekterar flödets risk. Diskonteringsräntan ska vara lika med den ränta som gäller på marknaden för skulder med liknande risk och villkor. För det mesta utelämnas framtida upplåning då nuvärdet av dessa kan sägas vara lika med noll. Värdet av företagets egna kapital (equity) beräknas som värdet av de operationella och de icke operationella tillgångarna, d.v.s. investeringar i icke relaterade och icke konsoliderade bolag, minus värdet av både de operationella och icke operationella skulderna (Copeland, 2000).

Detta innebär att:

$$\text{Aktiekapitalets värde} = \text{Verksamhetens värde} - \text{Skuldernas värde}$$

Enligt Copeland (2000) finns det två huvudfaktorer som driver kassaflödet och således värdet på företaget. Dessa är (1) räntesatsen med vilken företagets intäkter, vinster och kapitalbasen växer och (2) avkastningen på det investerade kapitalet i relation till vad det lånade kapitalet kostar.

Exempel:

En enkel modell visar hur tillväxt och avkastning på investerat kapital driver det fria kassaflödet. Först behövs dock några definitioner för att bättre förstå innebörden.

Avkastningen på det investerade kapitalet ges i form av ROIC (Return on Invested Capital) se avsnitt 3.2.1 ”*Analys av hur det gått för företaget historiskt sett*”, vilket är lika med den operationella vinsten dividerad med det investerade kapitalet som finns i företaget. Operationell vinst minus nettoinvesteringar ger det fria kassaflödet, se avsnitt 3.2.2.1 nedan. Kortfattat innebär det att ett företags avkastning på det investerade kapitalet avgör hur mycket som måste investeras och således hur mycket som är fritt kassaflöde.

Två företag A och B tjänar initialt 100 det första (A) investerar 25 %, och har en avkastning på 20 %, och behåller 75 som fritt kassaflöde. Nästa år blir det intjänade $100 + (25 \times 20 \%) = 105$, nyinvesteringen blir av detta åter igen 25 % d.v.s. 26,2 och det fria kassaflödet 78,8. Om det andra företaget (B) bara tjänar 10 % måste de initialt återinvestera 50 för att kunna tjäna 5 och således ha en vinst på 105 nästa år. Detta gör att B första året bara har ett fritt kassaflöde på 50. Året efter investeras åter igen 50 % för att kunna bibehålla tillväxtökningen och dess kassaflöde växer långsammare än A:s, detta gör att företag B värderas lägre än företag A. På detta sätt visar intäkter, vinster och avkastning hur kassaflödena och således värdet på företaget förändras olika.

(Copeland, 2000)

3.2.2.1 WACC

Det kassaflöde som används i DCF- modeller är det fria kassaflödet (Free Cash Flow), vilket beräknas som:

$$\begin{aligned} & \text{operationellt resultat (efter skatt)} \\ & + \text{kostnader som inte lett till utflöde (non cash charges)} \\ & - \text{investeringar i operationellt sysselsatt kapital} \\ & = \text{Fritt kassaflöde} \end{aligned} \quad (\text{Copeland, 2000 sid. 134})$$

Det fria kassaflödet tar således inte hänsyn till finansiellt relaterade kassaflöden som räntekostnader eller utdelningar. Fritt kassaflöde är det som ska användas då det reflekterar vad som genererats av företagets operationella verksamhet och som är tillgängligt för alla som försett bolaget med kapital. Den ränta som ska användas som diskonteringsränta är därför den som visar kostnaden för kapitalet beräknat utan hänsyn tagen till vem som försett bolaget med det, nämligen WACC (Weighted Average Cost of Capital) vilken beräknas på följande sätt:

$$WACC = (E/T) r_e + (S/T) r_s (1-T_c)$$

r_e	= kostnaden för eget kapital	E	= eget kapital
r_s	= låneränta	S	= skulder
$(1-T_c)$	= justering för skatt	T	= totala tillgångar

(Ross, 2002)

Problemet med att värdera ett företag utifrån kassaflöden är den stora osäkerhet och svårighet som är förknippad med att tillförlitligt bestämma kassaflöden långt fram i tiden. Kassaflödesmodellen säger heller inget om ett företag som bara studeras under ett år, ledningen i bolaget kan enkelt manipulera årets kassaflöde på bekostnad av långsiktigt värdeskapande. De kan exempelvis senarelägga investeringar för att förbättra årets kassaflöde (Copland, 2000).

3.2.2.2 CAPM

CAPM (Capital Asset Pricing Model) är en modell som avgör huruvida aktien är värd att köpa eller inte. För att köpa en aktie måste aktieägaren kompenseras för den risk han utsätter sig för genom att placera pengar i företaget (Ross, 2002). Copland (2000) uttrycker detta som att alternativkostnaden för att hålla det egna kapitalet är lika med avkastningen på en riskfri tillgång plus företagets systematiska risk multiplicerat med marknadspremien.

$$R_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

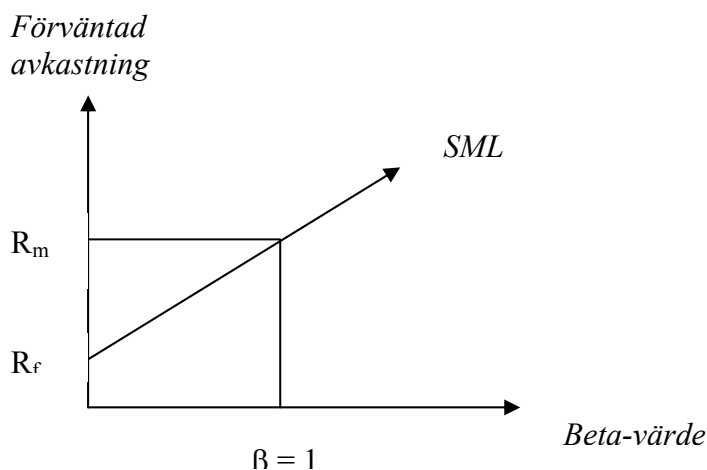
R_e = förväntad avkastning på tillgången (aktien)

R_f = riskfri ränta (ofta statsobligationer enl. Copland, 2000)

β = företagets systematiska risk

R_m = den förväntade avkastningen på marknaden (Ross, 2002)

Ekvationen visar att den förväntade avkastningen på tillgången (aktien) är en linjär funktion av tillgångens betavärde (β). Betavärdet på marknaden är alltid 1 och linjen skär y-axeln där R_f befinner sig. Linjen som förklarar CAPM-modellen kallas för SML-linjen (Security Market Line). Anledningen till att linjen lutar positivt är att den genomsnittliga avkastningen på marknaden har varit större än den riskfria avkastningen under lång tid och därför antas ($R_m - R_f$) vara större än 0.



Figur 2 "CAPM" (Ross, 2002)

3.2.2.3 En tillgångs β

Betavärdet (β) beräknas som kovariansen, d.v.s. skillnaden mellan avkastningen på tillgången i fråga och avkastningen på marknadsportföljen, dividerat med variansen på marknaden (Ross 2002). Dessa mått kräver dock statistiska beräkningar vilka vi inte kommer att beröra närmre i uppsatsen. Enkelt uttryckt beräknas variansen genom att avvikelserna av en tillgångs avkastning från den förväntade avkastningen kvadreras (d.v.s. höjs upp med 2). Kovariansen mäter den interna relationen mellan två tillgångar. Den förväntade avkastningen beräknas genom att avkastningen under de olika situationer som kan förekomma: depression, djup lågkonjunktur, lågkonjunktur, normala förhållanden och högkonjunktur, slås ihop och divideras sedan på antalet situationer (Ross, *ibid*).

Genom att studera CAPM vet investeraren om den förväntade avkastningen stämmer överens med den risk han utsätter sig för. Om avkastningen är större än den CAPM ger är investeringen tänkvärd och vice versa (Ross, 2002).

3.2.3 Relativvärdering

Relativvärdering innebär att olika multiplar beräknas och jämförs. Relativvärdering sägs ofta kräva färre uppskattningar än vad DCF-modellerna gör, detta menar dock Damodaran (1999) är fel. Han menar att skillnaden mellan metoderna är att i relativvärderingen kan antagandena göras implicit medan de måste göras explicit i DCF-modellerna.

För att kunna jämföra tillgångar på en marknad behöver deras värde standardiseras på något sätt. De kan standardiseras relativt till intäkter som de genererar, bokfört värde eller till dess ersättningsvärde. Ett intuitivt sätt att se på värdet av tillgångar är som en multipel av vinsterna (earnings) som de genererar. Vid aktier är det vanligt att titta på aktiens pris som en multipel av vinst per aktie, generat av bolaget. Antingen tittar man på nuvarande vinst per aktie eller förväntad vinst per aktie. När ett helt bolag köps är det vanligt att undersöka värdet av det genom att ha en multipel av den operativa vinsten (EBIT) eller av det operativa kassaflödet (EBITDA). En lägre multipel är bättre än en högre, multiplarna påverkas av tillväxtpöjligheterna och risken i bolaget. (Damodaran, 1999)

Det är viktigt att poängtera skillnaden mellan den värdering som marknaden gör och den som redovisare gör. Den senare värderingen, d.v.s. bokfört värde, styrs till stor del av redovisningsregler och influeras, ofta av vad som initialt betalades för tillgångarna (Damodaran, 1999). Investerare tittar istället på relationen mellan priset de betalar och det egna kapitalets bokförda värde för att få en indikation om huruvida aktien är över- eller undervärderad. Förhållandet pris/bokförtvärde varierar mycket mellan olika branscher. Att det är så beror åter igen på att företagen har olika tillväxt möjligheter. När hela bolaget värderas används vidare ofta inte bara det egna kapitalet utan alla tillgångar. För de som inte tror att det bokförda värdet ger en rättvisande bild finns alternativet att istället använda återanskaffningsvärdet för alla tillgångar. Relationen mellan värdet av bolaget och återanskaffningsvärdet kallas Tobin's Q (Damodaran, 1999).

Både vinster och bokförtvärde är redovisningsmått som till stor del beror på befintliga regler och redovisningsprinciper. Ett alternativt tillvägagångssätt som inte påverkas lika mycket av dessa är att titta på relationen mellan värdet på en tillgång och de intäkter tillgången inbringar. För de som investerar i eget kapital innebär denna relation pris/försäljning (P/S). Här

divideras priset på aktien med försäljning per aktie. Vid uträkning av hela bolagets värde kan denna kvot modifieras till värdet/försäljning. Fördelen med multiplikatorerna är att det blir lättare att göra jämförelser mellan företag i olika branscher samt mellan olika redovisningssystem (Damodaran, 1992).

3.3 Sammanfattning teori – övergång till empiri

Teorin rörande immateriella tillgångar har vi valt att ta med för att den är grundläggande för uppsatsen, både för att den tydligt preciserar vad en immateriell tillgång är enligt RR15 samt vidare hjälper till i jämförelsen med vad praktikerna ha för uppfattning, vilket vi kan dra slutsatser från. Från teorin om immateriella tillgångar går vi vidare till företagsvärderingsmodellerna för att sedan genom empirin se om det finns några samband. Företagsvärderingsmodellerna har vi valt att presentera på så sätt att de både ger författarna och läsaren en översikt över de mest använda värderingsmodellerna baserat på olika teoriförfattare och tidigare uppsatser. Detta anser vi är intressant för att även om inte alla värderingsmodeller som vi presenterar används i praktiken eller om någon modell saknas enligt empirin så är även detta en slutsats. Att vi inte går in djupare på värderingsmodellerna i teorin, beror som tidigare nämnts på att vi inte anser att detta behövs då vi inte kommer att göra några beräkningar i uppsatsen, utan värderingsmodellerna har mer av ett förklarings syfte. Författarna har tänkt använda teorierna genom att se likheter mellan dem och det intervjupersonerna uttrycker. Skillnader och likheter mellan empiri och teori leder oss fram till de slutsatser vi sedan kommer fram till. Teorierna är, som nämnts tidigare, tänkta att ge en förklaring till vad vi sedan skriver om i empiri, analys och slutsatser, utan beskrivningen i teorikapitlet anser vi att läsaren inte följer de argument vi sedan använder. Genom att presentera teorin på detta sätt anser vi att läsaren själv enkelt kan bilda sig en uppfattning om vilka modeller som tillämpas eller ej, förstå vad modellerna innebär samt se bakgrunden till varför vi drar våra slutsatser.

4. Empiri

I detta kapitel redogör vi för intervjuerna samt presenterar delar av den övriga informationsinsamlingen. Vi delar in kapitlet i två delar. I den första delen presenterar vi en sammanfattning av det som står skrivet i börsprospekten för de företag som noterades under 2002. Det är inte någon heltäckande studie av prospekten utan rör endast de delar vi anser ha varit intressanta för vår frågeställning. I den andra delen presenterar vi kortfattat vad våra respondenter anser rörande uppsatsens frågeställning.

4.1 Börsprospekten

Genom att undersöka noteringsprospekten för de bolag som börsnoterades under 2002, d.v.s. Alfa Laval, Ballingslöv, Intrum Justitia och Nobia, har vi sett på informationsvärdet/nyttan av prospekten för investerare vid investeringsbeslut. Nyttan rörande: (1) om det går att värdera ett bolag inför en börsintroduktion baserat på prospekten (2) hur immateriella tillgångar och deras värdeskapande och osäkerhet beskrivs.

Vi återger här en sammanfattande text innehållande de delar av prospekten som vi anser vara intressanta för vår uppsats eller som ger en inblick i hur prospekten ser ut. Eftersom prospekten generellt ser väldigt lika ut och innehåller liknande delar (reglerat av lagstiftning). Med detta menar vi att även om prospekten till viss mån innehåller olika rubriker är det som går att läsa sig till det samma. Det enda som skiljer prospekten åt är på vilket sätt företaget ifråga väljer att presentera den företagsspecifika informationen. Vi väljer därför att inte dela upp empirin på de fyra olika bolagen utan skriver en mer generell text om vad prospekten innehåller. Det bör av läsaren här noteras att de rubriker vi anger, inte är exakt samma som återges i prospekten utan är en omarbetning av författarna. Innehållet i prospekten är mycket av upprepande karaktär med mycket företagsspecifik information och nästan all fakta får en sammanfattning före den beskrivs mer i detalj. Det finns endast mycket lite fakta om framtiden, vissa saker som tillväxtpotential och liknande går dock att utläsa men det är inte något som framhävs. Ett exempel på hur det som skrivs om framtiden kan se ut hämtar vi från Ballingslövs prospekt där de skriver: *”Det finns ett antal faktorer som talar för att Ballingslöv kommer att utvecklas positivt, trots att konjunkturläget idag är något osäkert.”* De olika faktorerna beskrivs senare ytligt och innebär bland annat att just köket, som de tillverkar, blivit en central punkt i människors hem och således en investering många väljer att göra.

Prospekten börjar med en inbjudan till deltagande i noteringen av aktierna. Denna består av: kursintervallet, beskrivning av om det kommer vara någon emission vid introduktionen, hur många aktier som ges ut, vart en investerare vänder sig för att delta, och vem som håller i introduktionen samt på vilken lista aktien kommer att vara noterad. Efter detta kommer en sammanfattning av hela företaget som följs av villkor och anvisningar som återigen förklarar hur investerare ska gå tillväga för att köpa aktien, vissa av prospekten nämner också inbjudan till anbudsförfarandet här. Som lite avslutning, innan innehållet i prospekten blir av mer företagsspecifik karaktär, kommer också en del om varför de vill introducera sina aktier vid en öppen marknadsplats (Stockholmsbörsen). Som exempel på hur detta ser ut återger vi vad Alfa Laval skriver: *”Genom detta erbjudande kommer Alfa Laval att stärka sin finansiella ställning samt få tillgång till den svenska och de internationella kapitalmarknaderna. Detta förväntas bidra till att ytterligare förstärka Alfa Laval position som en av de ledande globala leverantörerna av specialprodukter och processtekniska lösningar.”*

De rubriker som nu följer innehåller fakta hämtad från prospektens olika delar, detta innebär som tidigare nämnts att exempelvis rubriken Riskfaktorer inte bara innehåller material från prospektens rubrik ”Riskfaktorer” utan vi har även samlat information från prospektens övriga delar.

4.1.1 Immateriella tillgångar

Den immateriella tillgång som beskrivs mest ingående och som också går att hitta på flera ställen i prospektet är goodwill. Företagen beskriver här var den kommer ifrån och vilken avskrivningsperiod som används samt information om huruvida det är olika avskrivningstid på olika delar av goodwillen. Vidare skriver de om hur stora avskrivningarna är, har varit och i viss mån kommer att vara. De uttrycker dock att detta inte alls är något som kommer att ske utan bara är en fingervisning om hur det kan komma att se ut. Andra immateriella tillgångar beskrivs inte speciellt utförligt, utan informationen om dem är av samma kvalitet som i en årsredovisning. På vissa ställen går det dock att utläsa fakta om de immateriella tillgångar som företagen anser utgöra en viktig del av bolaget. Nobia skriver bl.a. att deras varumärken är en väsentlig del av deras verksamhet, varumärket framhävs även av Alfa Laval. Andra exempel är Intrum Justitia som framhäver utvecklingen av sitt IT-system. Ballingslöv nämner sina medarbetares kompetens som en nyckeldel av verksamheten.

4.1.2 Kursintervallet

Kursintervallet, vilket ligger till grunden för introduktionen, ges i ett relativt brett spann (Intrum Justitia 36-51 kr, vilket innebär att priset vid högsta nivån är 41,7 % högre än den lägsta nivån, motsvarande för de andra bolagen var för Alfa Laval 108-140kr, 29,6 %, Nobia 76-92 kr, 22,2 % och Ballingslöv 56-66 kr, 17,9 %). Bolagen skriver att priset per aktie beräknas att hamna inom intervallet samt att försäljning till privatpersoner inte kommer att ske till ett högre pris än det som utgör den övre gränsen i intervallet. Det som förklarar hur priset på aktien sätts är i form av några få meningar. Exempelvis skriver Alfa Laval att: *”Institutionella placerare inbjuds att delta i en form av anbudsförfarande. Genom anbudsförfarandet erhålls underlag för att fastställa försäljningspriset i erbjudandet”*. Vi kan också läsa oss till hur många aktier som beräknas säljas, som mest och minst, beroende på vilket pris i intervallet som fastställs. Hur många aktier som kommer från nyemission samt hur ägandet i bolaget ser ut i dag finns också beskrivet. Vidare beskrivs hur investerare ska gå tillväga för att få teckna aktier, vart de ska vända sig samt att det måste finnas tillräckligt med pengar på det konto vilket investeraren uppgett som betalningskonto under en viss period. De skriver även att börskursen på aktien kan förändras efter introduktionen och att detta inte alltid sker till det bättre. Vissa företag skriver även att stabiliseringsåtgärder för att hålla uppe kursen kan vidtagas av emissionsinstitutet men är inget som utlovas. I anknytning till kursintervallet vill vi också återge att det i samtliga prospekt finns beskrivet att ledning och vissa andra nyckelpersoner binder sig att behålla de aktier de tilldelas under en viss tid efter introduktionen om dem inte fått ett skriftligt godkännande om försäljning av emissionsinstitutet, oavsett vad som händer med kursen.

4.1.3 Konkurrensfördelar

Rubriken konkurrensfördelar finns inte med i alla prospekten men de är beskrivna av alla. Beskrivningen innehåller vilka delar av företaget som är speciellt viktiga och hur företaget bedriver sin verksamhet för att nå de mål företaget satt. Det diskuteras på flera ställen om varumärkets betydelse och att tillväxten och framtida investeringar är nödvändiga för att få företaget att fungera som ledningen vill. I övrigt är konkurrensfördelar de delar av företagen som måste fungera för att lönsamheten ska kunna hållas uppe eller delar som företaget anser att de behöver satsa på för att utvecklas på ett positivt sätt.

4.1.4 Riskfaktorer

Detta är det som företagen lagt ner störst arbete på att beskriva. Riskerna beskrivs från olika perspektiv och är mycket omfattande. Vissa fakta är dock tämligen självklara som när bolagen skriver att om de inte säljer så mycket kommer vinsten troligtvis inte vara så stor, eller att efterfrågan på produkterna har betydelse för hur mycket de kommer att sälja. Riskerna som beskrivs är både företagsspecifika och av omvärldskaraktär. Exempelvis nämns bland riskerna kostnader för råmaterial, valutafluktuationer, framtida skadestånd, kontraktsbrott, miljöaspekter, driftskostnader som löner, intrång på immateriella rättigheter, framtida marknadsposition, kassaflöden, kapitalstruktur, goodwill avskrivningar samt risker som är förknippade med erbjudandet som att handel med aktierna uteblir.

4.1.5 Finansiell information

Den finansiella informationen ges i form av ett sammandrag och sedan kommenteras denna information för att sedan övergå i vilka mål företaget har finansiellt. Sista punkten innehåller övrig finansiell information som inte passerat in under någon av de ovanstående punkterna. Informationen presenteras i tabellform och innehåller all tänkbar finansiell information om företaget både om resultat och balans. Vissa utvalda nyckeltal, baserade på historiska siffror, anges också. Det finns dock en viss framtidsaspekt i det att de finansiella målen ibland beskrivs som att nyckeltal ska hållas på vissa nivåer. Ballingslöv skriver bl.a. att soliditeten ska som lägst vara 30 %. I prospekten går det också att finna förklaringar till de olika nyckeltalen.

4.1.6 Bolagsordningen

Bolagsordningen ger en kortfattad överskådlig grundinformation om företaget. Det som går att läsa sig till är bl.a. vad företaget bedriver för verksamhet, hur stort det nominella beloppet per aktie, aktiekapitalets värde, uppgifter om styrelse, hur, när och vilka som får delta i bolagsstämman.

4.1.7 Rapporter

Vi följer här företagets historik under de senaste åren. Hur många år som presenteras är lite olika beroende på vart man läser. Det finns både delårsrapporter med information om de senaste kvartalen (som inte ännu blivit en hel årsredovisning) samt räkenskaper med balans-

och resultaträkningar för åtminstone de tre senaste åren kompletta med noter. För jämförbarhet till kvartalssiffrorna ges även kvartalssiffror från tidigare år. Prospektet innehåller således de siffermässiga delarna av årsredovisningen från de sist redovisade åren. Som tidigare nämnts finns även nyckeltal och data per aktie med.

4.1.8 Mål och utdelningspolitik

Både det operativa och de finansiella målen (se finansiell information) finns beskrivna. Till sin karaktär är dock målen och utdelningspolitiken väldigt generella. Utdelningspolitiken ges som en procentsats av vinsten, flera av företagen nämner målet att dela ut 30 % av årets vinst men skriver också att det inte går att lita på detta mål då det från år till år kan komma att ändras och att även om det skulle gå att dela ut vinst kan utdelningen utebli. Vem som är berättigad utdelning finns också beskrivet.

4.2 Intervjuer

Vi har sammanlagt intervjuat fyra personer varav två arbetar på riskkapitalbolagen EQT och Industri Kapital samt två som arbetar på investmentbankerna Carnegie respektive Swedbanks corporate finance-avdelningar. Med tanke på hur förhållandevis liten och hemlighetsfull den svenska riskkapitalbranschen är samt hur få bolag som noteras, under 2002 var det endast fyra stycken, anser vi att vi fått en mycket bra respons från våra intervjuer, inte bara i form av uttömmande svar utan kanske främst då så många ville ställa upp. Riskkapitalbolag är hemlighetsfulla på så sätt att de inte vill lämna ut för mycket information samt att de är okända och otillgängliga för många. Att lämna ut information om tillvägagångssätt eller om åsikter kan leda till minskade konkurrensfördelar gentemot övriga aktörer i branschen. En av respondenterna var till och med förvånad över att vi lyckats få så många som ville ställa upp på en intervju. Faktumet att många av riskkapitalbolagen fått utstå mycket negativ publicitet i massmedia, verkar inte ha avskräckt dem från att ställa upp och hjälpa till.

I detta avsnitt redogör vi för respondenternas åsikter och uppfattningar rörande hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar vid företagsvärdering inför en börsintroduktion. P.g.a. önskemål från majoriteten av respondenterna har vi valt att presentera svaren anonymt. Vi har försökt minimera risken för igenkänning så mycket det går utan att empirin för den skull förloras i relevans och realitet. Från respektive intervju har vi valt att presentera en intervju berättelse som innehållsmässigt är förhållandevis bred, dock har vi valt att ha med dem för att vi anser att de bidrar till en bra helhetsbild av företagsvärdering inför en börsintroduktion. Intervju berättelser finns återgivna i sin helhet i uppsatsens appendix, se ”kapitel 7, Bilagor”. Som vi beskrivit i metodkapitlet kännetecknas sådana här intervjuer av en låg grad av standardisering och strukturering. Mycket av det kvalitativa materialet är således svårt att jämföra, vi har dock valt att här i empirin presentera en sammanfattning av vad som framkommit i intervjuerna röranden (1) Immateriella tillgångar (2) Företagsvärdering inför en börsintroduktion, uppdelat på respektive respondent. Detta för att både vi och läsaren kan jämföra materialet och bilda sig en uppfattning.

4.2.1 Immateriella tillgångar

4.2.1.1 Intervjuperson A – investmentbank

Respondent A ser inte immateriella tillgångar som något direkt problem vid företagsvärdering. Han anser vidare att det främst är goodwillposten som växer vilket sker p.g.a. att företag gör allt fler förvärv idag. Intervjuperson A ser goodwill främst som en följd av befintliga redovisningsregler och inte som något direkt problem vid värdering. Istället menar han att de delar som påverkar kassaflödet är av störst intresse och att goodwill i denna bemärkelse bara blir ett redovisningspåfund, det viktiga är menar han hur kassaflödet påverkas. Enligt intervjuperson A kan de tillgångar som inte uppfyller kraven enligt RR15 för att få redovisas som en immateriell tillgång vara ett problem. Ett exempel på detta anser han är internt upparbetade varumärken. Respondenten menar att mjuka saker som är enkla att beskriva men svåra att räkna på är krångliga att omsätta i kassaflödesprognoser, dessa är dock nödvändiga att nämna för att öka trovärdigheten i värderingen.

4.2.1.2 Intervjuperson B – investmentbank

Intervjuperson B anser att den ökade andelen immateriella tillgångar, då främst goodwill, i företagens balansräkningar är ett stort problem p.g.a. att de behandlas olika i dagsläget. Respondenten påpekar att de i USA inte längre gör några avskrivningar på goodwill utan istället så gör de såkallade ”impairment tests”, d.v.s. årliga prövningar om nedskrivningsbehov medan vi i Sverige fortfarande gör avskrivningar på goodwill. Detta tror dock respondenten kommer ändras i och med införandet av IAS 2005. Intervjuperson B anser vidare att just immateriella tillgångar och huruvida värderingen skall inbegripa dem eller inte är väldigt aktuellt, för ett halvår sedan menar han att de flesta nog skulle säga att det var tveksamt huruvida värderingen skulle justeras eller inte för avskrivningar. Men i och med IAS tycker fler och fler att det ger en mer rättvisande bild att justera. Respondent B anser att en stor anledning till att investerare har olika uppfattning om goodwill och justering för den är att många helt enkelt inte förstår själva redovisningsproblematiken, medan andra säger att de helt enkelt inte bryr sig. Immateriella tillgångar som inte uppfyller kraven enligt RR15 för att få redovisas som sådana anser intervjuperson B bidrar med en mindre del till värdet, d.v.s. de påverkar inte multiplarna som framräknas för företaget, därför ignoreras de. Respondent B påpekar dock att de som är värdeskapande täcks in av en kassaflödesanalys. Han medger också att immateriella tillgångar som inte tas upp i BR ofta skapar stora värden i företagen, exempel på detta är varumärken och personalen, dessa täcks dock in av en kassaflödesanalys där framtida kassaflöden används menar han.

4.2.1.3 Intervjuperson C – riskkapitalbolag

Intervjuperson C anser att i hans värld, d.v.s. inom ”private equity”- bolagen, har den ökade andelen immateriella tillgångar, primärt goodwill, inte så stor betydelse. Respondenten anser att det t.ex. är av mindre betydelse om goodwill finns i balansräkningen eller ej, och säger att det helt och hållet är en redovisningskonsekvens, vidare menar respondenten att han inte ser till immateriella tillgångar i balansräkningen vid värdering. Han anger som exempel att kassaflödesvärderingen inte påverkas av goodwill. Respondent C menar att man måste skilja på utländska och svenska investerare rörande om hänsyn tas till goodwill eller ej. Utländska investerare, då främst amerikanska, struntar i goodwill i och med att de numera gör

”impariment tests” där istället för löpande avskrivningar på goodwill. I Sverige är det lite blandat huruvida investerare vid värderingen tar hänsyn till goodwill eller ej. Intervjuperson C anser att det istället är mer intressant med de immateriella tillgångar som inte uppfyller kraven enligt RR15 för att få redovisas. Som exempel tar han om ett företag har en väldigt intressant forskningsportfölj vilken förväntas skapa värde för företaget i framtiden. Detta menar respondenten kan tas hänsyn till i prognoser om framtiden t.ex. för resultatet år 2007 då detta kan skrivas upp något p.g.a. de förväntade ökade intäkterna. Det är svårt att kvantifiera dem men en investerare kan känna sig något mer komfortabel i de prognoser och beräkningar han gjort, då det går att påvisa att de immateriella tillgångarna har en del i värdet. Immateriella tillgångar har därmed en betydelse då de påverkar framtida resultat och kassaflöden.

4.2.1.4 Intervjuperson D – riskkapitalbolag

Intervjuperson D tror att den ökade andelen immateriella tillgångar, då främst goodwill, kan orsaka problem vid värdering av bolag men är inte säker på att det måste vara så. Respondenten anser att de företag som har en stor andel immateriella tillgångar blir svårare att värdera då immateriella tillgångar till skillnad från materiella tillgångar på ett annat sätt måste uppskattas och dess rimlighet bestämmas. För att kunna göra en riktig värdering av ett bolag med immateriella tillgångar anser intervjuperson D att investerare och analytiker måste förstå bolaget och dess verksamhet på ett helt annat sätt. Är det dock ett sunt bolag behöver inte de immateriella tillgångarna vara något direkt problem då de troligtvis redan från början är värderade på ett korrekt sätt. När värdet på ett bolag bestäms är det enligt respondenten viktigast att titta på förmågan hos företaget att leverera framtida kassaflöden. Det absolut lägsta värdet ett bolag får är det som de tillgångar som finns i balansräkningen kan säljas för.

För att få en så riktig uppskattning av ett företags värde som möjligt anser respondent D att investerare och analytiker bör justera för goodwill för att sedan se till vad de justerade multiplarna säger. Han anser dock att det är viktigt att göra en ojusterad värdering som jämförelse, då investerare lättare ser den påverkan som goodwillen har. Immateriella tillgångar som inte uppfyller kraven enligt RR15 för att få redovisas som sådana anser intervjuperson D viktiga då även dessa skapar värden i bolaget.

4.2.2 Företagsvärdering inför en börsintroduktion

4.2.2.1 Intervjuperson A - investmentbank

På den investmentbank där intervjuperson A jobbar arbetar man mest med olika DCF-modeller och relativvärdering. Respondenten anser dock att alla värderingsmodeller hänger ihop och att givet samma antaganden, så får man samma värde oavsett vilken värderingsmodell som används. Respondent A hävdar att det endast rör sig om olika angreppssätt på värderingen.

Enligt intervjuperson A baseras den initiala prissättningen av en aktie inför en börsintroduktion på en kombination av DCF-modeller och relativvärdering. Vidare berättar respondenten att investmentbankerna stämmer av det de kommer fram till så att kursintervallet känns rimligt. Om man enbart ser till DCF-modellerna så berättar respondenten att kassaflödena räknas ut i evighet. En uppdelning görs i explicit period som är på mellan 3 -10 år och där efter inexplicit period på vilken man räknar ut ett s.k. ”Terminal

Value.” Detta är enligt intervjuperson A lika med värdet på de fria diskonterade kassaflödena från första året efter den explicita periodens slut in i evigheten. Respondenten menar att den huvudsakliga skillnaden mellan DCF-modeller och relativvärdering är att vid relativvärderingen har någon annan satt priset, för att sedan från dessa antaganden utföra beräkningar. Respondent A betonar även att man måste se skillnad på relativvärdering och s.k. ”stand alone”-värdering. Vid den sistnämnda ser man nämligen enbart på det aktuella företaget, något som respondenten menar verkligen är stor skillnad. Skillnad främst på så sätt att när du tar en multipel där någon annan gör uppskattningen, vilken exempelvis kan bygga på deras DCF-modell, så menar respondenten att man applicerar någon annans antaganden på det bolag som man skall värdera.

Sett till börsprospekten så anser respondenten att dessa ger en ganska bra information, men om han själv som privatperson skulle göra en värdering skulle han vilja ha mer information. Bland annat saknar respondenten mer detaljerade investeringsplaner och marknadsplaner samt utförliga relativvärderingar av bolaget. Intervjuperson A påpekar dock att bolagen inte kan avslöja för mycket information i prospekten i och med att det skulle kunna innebära att de avslöjar sina framtidsplaner och således sina konkurrensfördelar.

Själva anbudsförfarande som sedan sker för att komma fram till den slutgiltiga introduktionskursen menar respondenten beror på det rådande marknadsläget. Han berättar vidare att de generellt går ut på en s.k. ”pre-marketing” där prisintervallet stäms av mot de stora institutionella investerarna. I orderboken skrivs sedan hur mycket de institutionella investerarna vill teckna och till vilket pris. På detta byggs en ”bok” vilken ligger till grund för vilket pris inom intervallet det tillsist blir och därefter börjar man enligt respondenten sälja på riktigt.

4.2.2.2 Intervjuperson B - investmentbank

På den investmentbank där intervjuperson B jobbar arbetar de mest med DCF-modeller och olika multiplar vid företagsvärdering. Respondenten anser att kassaflödesanalyser är en viktig del vid värdering då de tydligt visar vart drivkraften i bolaget ligger. Som exempel nämner han att det är olika vilka delar som är viktiga för olika bolag, vissa måste ha höga marginaler medan andra är beroende av stora volymer. Genom en kassaflödesanalys täcks även dessa delar in. Enligt intervjuperson B råder det dock väldigt stor osäkerhet rörande bestämmandet av framtida kassaflödena och han menar att det är i princip är omöjligt att gissa sig till hur stora de exakt kommer att vara.

Enligt intervjuperson B är olika multiplar, d.v.s. relativvärderingen, den viktigaste delen av företagsvärderingen. Han påpekar vidare att det finns väldigt många olika multiplar men att man för det mesta använder de som är väsentliga för företaget i jämförelse med andra bolag med liknande framtidsförutsättningar. Respondenten berättar att många investerare ser till hur företagets multiplar ligger i förhållande till andra bolags och grundar sina beslut på detta. En annan anledning till att multiplar är så pass viktiga är enligt intervjuperson B att de går fort att beräkna, något som är viktigt då en investerare ofta tittar på många företag parallellt och hinner helt enkelt inte att utföra DCF-analyser på samtliga. Multiplar ger investerare dessutom möjligheten att snabbt se om ett företag är intressant eller inte då de t.ex. genom tidigare erfarenheter exempelvis aldrig betalar mer än $P/E = 10$. Det blir lite av en mellan tummen och pek fingret indikation på om företaget är intressant att investera i över huvudtaget. Vilka multiplar som är viktigast anser intervjuperson B helt enkelt beror på vilket

bolag som analyseras. Det är också lättare att jämföra bolag som använder sig av samma regelverk samt har samma skatteregler etc. Respondenten anser att det intervall som lämnas i börsprospekten kortfattat utgörs av: Egna erfarenheter av tidigare noteringar + DCF-modeller + Multipelvärdering + potentiella investerares input under "pre-marketing" = intervallet, vilket alltså alltid sätts utifrån förväntad efterfrågan.

Respondent B anser vidare att det är svårt för en småsparare att enbart utifrån ett prospekt räkna ut värdet på ett bolag. Han anser dock att den som kan värdering absolut skulle kunna använda prospektet som grund för en värdering. Han nämner vidare att vid olika värderingsuppdrag så är årsredovisningen, vilken till stora delar innehåller samma information som ett prospekt, ibland det enda som investmentbankerna har tillgång till och det man får göra då är enligt respondenten att titta närmare på underliggande drivkrafter i branschen, bolagets position, konkurrenternas marginaler o.s.v. och utifrån det göra välgrundade antaganden och därigenom värdera bolaget. Som sagt anser dock respondenten att det kan vara problematiskt för privatpersoner som inte har möjlighet att på något annat sätt finna information om hur exempelvis ledningen ser på framtiden.

4.2.2.3 Intervjuperson C - riskkapitalbolag

På det riskkapitalbolag där intervjuperson C jobbar använder de sig i grunden av en s.k. "buy-out"-modell. Modellen innebär att de gör fulla prognoser för resultaträkning och balansräkning under en viss tid för att sedan kolla på vilket sätt det går att finansiera detta, d.v.s. hur mycket eget kapital de behöver skjuta till. De bedömer sedan vad de tror att det inskjutna kapitalet är värt i framtiden vid olika tänkta scenarion. Känslighetsanalyser utförs sålunda baserat på olika operativa scenarion samt baserat på olika exit-tidpunkter och olika exit-mulitplar. Enligt respondenten är detta en typ av modell som alla "private equity"-bolag använder. Till modellen görs sedan en DCF-analys för att se att de inte ligger helt fel i värderingen. Respondenten påpekar dock problematiken med DCF-värderingen och nämner bl.a. att de flesta bolag som handlas på börsen handlas till rabatt på ett framräknat DCF-värdet. Risken med att använda DCF-värderingar, menar respondent C, är att väldigt små justeringar på de parametrar som ingår ger ett väldigt stort utfall på själva värdet.

En summering och rangordning av de värderingsmodeller som är viktigast för respondentens bolag ger följande: (1) Den egna "buy-out" modellen (2) Multiplar (3) DCF-modeller.

Den egna modellen har sina klara fördelar i och med att de har som strategi att behålla bolagen en relativt kort, ungefär tid 3-5 år. I och med modellens uppbyggnad kan de laborera med olika "exit scenarion". Den egna "buy out"-modellen delar enligt respondenten samma operativa antaganden som även finns i DCF-modellerna. En stor skillnad är enligt respondenten att DCF-modellerna bygger på evig tid medan den egna modellen innebär att de flyttar "terminal value" till det år vid vilket "exiten" ur bolaget ligger.

Respondent C anser att prospektet generellt ger en bra grundbild av företaget. Han menar dock att det inte går att värdera företaget enbart utifrån prospektet då värderingen i mångt och mycket bygger på de framtida förväntningarna som finns på bolaget. Han menar att privatpersoner har en "tuff sitts" här då de inte har tillgång till "management" på samma sätt som institutionerna har och således inte heller har så stor vetskap om vad de tror om framtiden. Intervjuperson C anser att prospektet inte säger någonting om framtiden och ger således väldigt lite vägledning, vilket han menar är en direkt konsekvens av risken och rädslan, hos de som utformar prospektet, för att bli stämde. Prospektet gav enligt

respondenten mer ”gudiens” rörande framtiden för fem år sedan. För att få ”gudiensen” berättar intervjuperson C att ”management” ger presentationer om bolaget som ger mer ”kött på benen” avseende det som står i prospekten.

4.2.2.4 Intervjuperson D - riskkapitalbolag

Intervjuperson D menar att ”private equity”-bolagen givetvis har en egen uppfattning om vilket värdet på ett bolag bör vara, men att det är investmentbankerna som mer eller mindre bestämmer vilket det slutgiltiga värdet blir. Genom att välja vilka investmentbanker som gör värderingen anser intervjuperson D att de kan påverka värdet. Respondenten berättar t.ex. att de om de vet att det är en bank som gör bra multipelanalyser och en annan som gör bra DCF-analyser så anlitas båda för att få en bra uppfattning om vad värdet på bolaget ska vara. Vilka värderingsmodeller som används till värderingen är enligt respondent D upp till investmentbankerna som han menar besitter kompetensen som behövs för att använda den eller de modeller som ger det aktuella företaget det mest rättvisande värdet. Dessutom säger han att om inte investmentbankerna tycker att det är något bra intervall så vill de inte ringa sina kunder och sälja bolaget utan investmentbankerna får mer eller mindre bestämma. Även vilka multiplar som används är enligt respondent D upp till den investmentbank som anlitas. De multiplar som passar det specifika bolaget bäst väljs baserat på tidigare erfarenheter och kompetenser.

När ett kursintervall ska tas fram anlitar intervjuperson D:s riskkapitalbolag investmentbanker som talar om för dem hur mycket det aktuella bolaget är värt baserat på egna analyser. Institutionella investerare får sedan ge input till detta och ge sin syn på vad företaget är värt. Baserat på dessa värderingar ser man enligt respondenten var någonstans intervallet hamnar. Att storleken på intervallet är olika menar respondenten beror på den osäkerhet som upplevs när investerare värderar bolaget, ett stort intervall betyder en större osäkerhet. Osäkerheten består också i att det är svårbedömt hur bolaget kommer att kunna positionera sig på marknaden samt att det kan vara svårt att hitta jämförbara bolag.

Respondent D anser att prospekten ger en mycket bra grund för att kunna värdera ett bolag. Att framtida prognoser saknas tycker han inte gör något, då han anser att det enda man vet om framtida prognoser är att de kommer att slå fel. Respondenten menar att anledningen till att de inte finns med i prospekten är att enligt nuvarande lag att allt som står i prospekten skall vara fakta. De framtida prognoserna skulle garantera att vissa saker inträffar och företaget skulle riskera att bli stämnda om detta inte inträffade. Rörande prospektens användbarhet för privatpersoner tycker han inte att det behövs någon lagändring då många av de privatpersoner som investerar inte kan speciellt mycket om företagsvärdering. De skulle således kunna tro att det som skrivs om framtiden är det som verkligen kommer att hända och detta skulle innebära att de inte gjorde några egna analyser och på så sätt till viss mån blir lurade av den extra informationen. Intervjuperson D säger att om det gick att skriva vad som helst i prospekten skulle de kunna utformas på det sätt som gagnar säljarna mest, d.v.s. sätta ett så högt pris som möjligt.

5. Analys

Vi kommer här att analysera teori och empiri rörande (1) immateriella tillgångar och (2) företagsvärdering inför en börsintroduktion, för att sedan i nästa kapitel kunna dra våra slutsatser rörande uppsatsens frågeställning d.v.s. hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar vid företagsvärdering då en börsintroduktion föreligger, och vidare om privatpersoner kan basera sitt investeringsbeslut enbart på börsprospekten? På vissa ställen i analysen kan det förekomma delar av intervjuerna som inte finns återgivna i empirikapitlet, dessa finns dock i kapitel 7, där vi bifogar intervjuberättelserna i sin helhet. Anledningen till att vi gjort på detta sätt är för att underlätta läsningen genom empirikapitlet.

5.1 Immateriella tillgångar

Enligt RR15 är en immateriell tillgång en identifierbar icke-monetär tillgång utan fysisk substans. Vilka tillgångar som ska tas upp som immateriella kan liksom RR15 sägas vara svårt att avgöra. Som vi skrev i teorikapitlet är reglerna för att redovisa immateriella tillgångar således strikta p.g.a. den stora osäkerhet som är förknippad med dessa. En osäkerhet som Smith (2000) menar härstammar från att de immateriella tillgångarna förväntas ge ett företag nytta under en lång tidsperiod. Enligt Zhang (2003) och Choi et al (2000) värderas immateriella tillgångar positivt på marknaden. Positivt i den bemärkelsen att de är värdeskapande inte att de värderas högre än andra tillgångar. Zhang (ibid) anser att en rationell kapitalmarknad identifierar värdet på immateriella tillgångar precis som den värderar ett företags mark, fabriker och inventarier. Dock påpekar både Zhang (ibid) och Choi et. al. (ibid) att en dollar goodwill värderas lägre än en dollar materiella tillgångar främst beroende på den stora osäkerhet som är förknippad med dessa. Forskning och utveckling är vidare ett bra exempel på svårigheterna rörande immateriella tillgångar.

I likhet med Zhang (2003) och Choi et.al. (2000) anser våra respondenter, på Carnegie, EQT, Industri Kapital och Swedbank, att immateriella tillgångar värderas positivt på marknaden. Vi ser dessutom att teorin och empiri överensstämmer rörande att de materiella tillgångar värderas högre än immateriella tillgångar på marknaden då de innebär mindre osäkerhet rörande framtida kassaflöden (ekonomiska fördelar). Då våra respondenter pratar om immateriella tillgångar skall det dock påpekas att de i första hand syftar till goodwill med anledningen att just goodwill mestadels utgör den värdemässigt största posten bland de immateriella tillgångarna i ett företags balansräkning. Dock ser vi i empirin en genomgående uppfattning att goodwill enbart är något redovisningstekniskt eller som respondent A säger ”bara ett redovisningspåfund”. Dock uttrycker respondenten att de självfallet måste ha koll på dessa då stora nedskrivningsbehov kan resultera i att resultatet äts upp. Vill det sig riktigt illa kan även nedskrivningarna leda till att det egna kapitalet äts upp och företaget kan behöva försättas i konkurs. Respondent B påpekar att det är ett problem att goodwill behandlas olika för tillfället, t.ex. i USA och Sverige. Rörande om man som investerare/analytiker tar hänsyn till goodwill vid värdering och beslut ger empirin oss många förslag. Genom empirin ser vi att det finns flera förslag och tänkbara förklaringar rörande om investerare/analytiker tar hänsyn till goodwill vid värdering och beslut. (1) vi ser genom respondent C att man måste skilja på svenska och utländska investerare. Utländska investerare, då främst amerikanska, struntar i goodwill då de gör ”impairment tests”. (2) enligt intervjuperson B är en anledning till att svenska analytiker ibland väljer att ignorera immateriella tillgångar att de helt enkelt inte förstår den redovisningsproblematik som finns rörande dessa. (3) samma intervjuperson säger att olikheter även kan bero på att de som värderar endast ser till hur vi i Sverige redovisar,

vilket således innebär att även om det t.ex. skulle finnas dolda immateriella tillgångar i ett företag så bryr de sig inte om dessa då de inte får visas enligt RR15.

Dolda immateriella tillgångar, d.v.s. sådana som inte uppfyller kraven för att få aktiveras i balansräkningen, anser respondenterna skapar värden i företag. Uppfattningen skiljer sig dock rörande till vilken grad detta sker, respondent B anser t.ex. att de skapar värde till en lägre grad, medan respondent C snarare anser att dessa är intressantare än de som syns, han nämner att redovisningsmässig goodwill enbart är en ren teknikalitet medan de andra immateriella tillgångarna är av betydligt större intresse. Han tar som exempel ett företag som har en väldigt intressant forskningsportfölj. Forskningsportföljen kan då förväntas att skapa värde för företaget i framtiden, vilket kan tas hänsyn till i prognoser för framtiden. Respondent C har lite av samma syn på detta då han anser att en forskningsportfölj kan beaktas som positivt för företagets värde. Som tidigare nämnts får företag, enligt RR 15, inte ta upp forskning som en tillgång i balansräkningen, analytiker däremot gör en subjektiv bedömning om huruvida de tror att forskningen kommer att skapa ett positivt inflöde i framtiden och grundar sin värdering på detta. Enligt RR15, har som sagt hårda krav på en immateriell tillgång för att den skall få aktiveras i balansräkningen. I praktiken värderar respondenterna inte de dolda immateriella tillgångarna enskilt utan de ses som en del i helheten. Detta ger våra respondenter uttryck för när de säger att vid en kassaflödesvärdering ingår samtliga immateriella tillgångarna då hela företagets värdeskapande beskrivs.

5.2 Företagsvärdering

5.2.1 Analys av hur det gått för företaget historiskt sett

Copeland (2000) skriver att det inledningsvis är viktigt att se på ett företags historik och då avkastningen på investerat kapital samt tillväxten som företaget haft.

I överensstämmelse med teorin ser vi genom empirin att historia primärt ligger till grund för en värdering. När analytiker skall värdera ett företag ser de till resultat och balansräkning, vilket enligt respondent B ibland är det enda de har till sitt förfogande. Vad som redovisas här är således viktigt för att avgöra vilket värdet på ett bolag blir. Enligt våra respondenter är uppfattningen delad rörande huruvida de upplever att investerare tar hänsyn till goodwill eller ej i sina beräkningar. Bakgrunden till detta menar respondent B är att goodwill behandlas olika i t.ex. USA och Sverige, vi gör ju fortfarande avskrivningar på goodwill i Sverige. Som vi skrivit ovan ser investerare och analytiker goodwill primärt som en redovisningsteknikalitet. Vid prognostisering av framtida kassaflöden ser man enligt respondent A främst på historiken. Historiken behövs även när CAPM räknas ut. Här behövs den förväntade avkastningen vars beräkning bygger på den avkastning företaget haft historisk under olika konjunkturcykler som exempelvis depression. Respondenterna uttrycker dock att CAPM inte används som en del i företagsvärdering utan endast utförs av egenintresse. Teori och empiri stämmer överens i det att historiken ligger till grund för en värdering mycket p.g.a. att historia bygger redovisningen.

5.2.2 Diskonterade kassaflödesmodeller

Som vi skriver i teorin finns det enligt Copeland (2000) och Damodaran (1994) två varianter av kassaflödesvärdering: ”*equity valuation*” samt ”*firm valuation*”. Enligt teorin används den

sistnämnda mest när det gäller att bestämma värdet på ett bolag genom DCF-modeller. Enligt teorin är problemet med att värdera ett företag utifrån kassaflöden den stora osäkerhet och svårighet som är förknippad med att tillförlitligt bestämma kassaflöden långt fram i tiden. Kassaflödesmodellen säger heller inget om ett företag som bara studeras under ett år, ledningen i bolaget kan enkelt manipulera årets kassaflöde på bekostnad av långsiktigt värdeskapande. De kan exempelvis senarelägga investeringar för att förbättra årets kassaflöde (Copland, 2000). Därav menar Copeland (ibid) att DCF-värderingar minskat i betydelse.

Vidare skriver vi i teorin att både Ross (2002) och Copeland (2000) anser att CAPM är en användbar modell när det gäller ett beslut om huruvida en aktie är köpvärd eller inte. Detta i och med att de anser att modellen både beskriver den risk och avkastning som den aktuella placeringen innebär. Vidare så har båda författarna uppfattningen att WACC:en skall användas som diskonteringsränta.

Om vi då ser till verkligheten så berättar våra respondenter att ”firm valuation” primärt används då den ser till hela företaget, och även fångar samtliga immateriella tillgångar både sådana som uppfyller kraven för att få redovisas samt de som inte gör det, s.k. dolda. Samtliga respondenter anser att det i någon del av företagsvärderingen är användbart med en DCF-värdering, dock är den enbart en del av helheten. Respondent C uttrycker det som att DCF-värderingen hjälper analytiker och investerare med att se så deras värdering inte ligger helt fel. Rörande manipulerbarheten hos kassaflödesvärderingen ser vi genom den insamlade empirin att respondenterna har en mer positiv syn på just manipulerbarheten t.ex. nämner respondent A och C att DCF-modellerna ger dem möjligheten att testa olika scenarier och utföra en s.k. känslighetsanalys. Respondent C berättar att väldigt små justeringar i de parametrar som ingår i DCF-värderingar ger väldigt stora utfall vilket visar just hur känsligt företaget som värderas är för förändringar. Även om DCF har positiva aspekter som möjligheten till känslighetsanalys så anser respondent C att osäkerheten och manipulerbarheten, som finns med modellen, kan vara en anledning till att företag tenderar handlas med rabatt på marknaden om värdet räknas fram via en DCF-modell. Respondent A tycker dock att exempelvis resultatmått är betydligt lättare att manipulera än kassaflöden, han menar att det syns både snabbt och tydligt om företaget försöker bättra på sitt kassaflöde genom att senarelägga investeringar. Teori och empiri stämmer således i det avseende att det finns en manipulerbarhet och osäkerhet i modellen men skiljer sig också åt i andra avseenden. Manipulerbarheten ses exempelvis inte alltid som något negativt utan som en möjlighet att testa olika scenarier.

Det riskkapitalbolag där respondent C arbetar använder sig av en egen s.k. ”buy-out”-modell som delar de operativa antaganden som finns i DCF-modellerna. Denna används i och med att det bolag där han arbetar har som strategi att endast behålla bolagen 3-5 år, andra värderingsmodeller bygger ofta på ett längre tidsperspektiv. Intervjuerna visar att DCF-värderingar i viss mån minskat i betydelse, detta främst p.g.a. att professionella investerare och analytiker är medvetna om bristerna, dock uttrycker de att den alltid finns med i något stadium av värderingen.

CAPM och betavärden används enligt empirin, som beskrivits tidigare, inte som en värderingsmodell vid investeringsbeslut. Det den istället kan användas till är, enligt respondent B, vid framräkningen av WACC:en. Att WACC bör användas som diskonteringsränta vid DCF-värderingar är både teoretiker och praktiker överens om och den utgör således på så sätt en viktig del av värderingen.

5.2.3 Relativvärdering

Relativvärdering innebär enligt Damodaran (1999) att olika multiplar beräknas och jämförs. För att kunna jämföra tillgångar på en marknad behöver deras värde standardiseras på något sätt. Enligt Damodaran (ibid) tittar investerare t.ex. på relationen mellan priset de betalar och det egna kapitalets bokförda värde för att få en indikation om huruvida aktien är över- eller undervärderad. Förhållandet pris/bokförtvärde varierar mycket mellan olika branscher, vilket Damodaran (ibid) menar beror på att företagen har olika tillväxtmöjligheter. Ett alternativt tillvägagångssätt som inte påverkas lika mycket av vinst och bokförtvärde är att titta på relationen mellan värdet på en tillgång och de intäkter tillgången inbringar. För de som investerar i eget kapital innebär denna relation pris/försäljning (P/S). Vid uträkning av hela bolagets värde kan denna kvot modifieras till värdet/försäljning. Fördelen med multiplikatorerna är att det blir lättare att göra jämförelser mellan företag i olika branscher samt mellan olika redovisningssystem (Damodaran, ibid).

Genom intervjuerna framkommer att relativvärderingen har en centralbetydelse i värderingen inför en börsintroduktion. Samtliga respondenter säger att de använder relativvärdering, antingen som primär värderingsmodell eller i ett senare skede av värderingen. Förklaringar till detta ger respondenterna bl.a. genom att påtala att en stor del av värderingsmodellens popularitet ligger i att multiplarna är förhållandevis lätta att ta till sig och att de dessutom går fort att beräkna, som respondent B uttrycker det kollar en investerare kanske på ett 100-tal bolag inför ett investeringsbeslut och saknar tiden att göra en DCF på alla, relativvärdering ger honom en möjlighet att förhållandevis snabbt skaffa sig en uppfattning om företaget är värt att investera i eller ej. Multiplar ger investerare dessutom möjligheten att snabbt se på om ett företag är intressant eller inte då de t.ex. genom tidigare erfarenheter exempelvis aldrig betalar mer än $P/E = 10$. Det blir lite av en ”mellan tummen och pekfingret indikation” på om företaget är intressant att investera i. Vilka multiplar som sedan används är upp till varje investmentbank eller riskkapitalbolag. De multiplar som passar ett specifikt bolag bäst väljs baserat på tidigare erfarenheter och kompetens. Man använder de som är väsentliga för det aktuella företaget i jämförelse med andra bolag med liknande framtidsförutsättningar samt samma regelverk som skatteregler etc.

Nästan alla multiplar framräknade från RR kan enligt respondent B användas vid värderingar. Exempelvis cash flow P/E, bolagsvärde/bolagets försäljning. Med bolagsvärde menar respondenterna ”Enterprise Value” (EV), vilket innebär vad bolaget skulle vara värt på börsen om det varken hade nettoskuld eller nettokassa, vilket kallas skuldfritt skick. Försäljningen bör jämföras med EV och inte börsvärdet (P) vilket ger Bolagsvärde/bolagets försäljning (EV/Sales). Samma gäller för multiplarna EV/EBITDA, EV/EBITA, EV/EBIT, eftersom dessa resultatnivåer inte tar hänsyn till bolagets finansieringskostnader, d.v.s. de kommer efter EBIT-nivån i resultaträkningen. P (börsvärde/antalet aktier) jämförs med EPS (årets resultat per aktie efter skatt). Enligt respondent C används multiplar som ”enterprise value” /EBITA eller EBITDA mest, men även goodwill justerat P/E används mycket vid relativvärderingen. Den förhållandevis nya multipeln EBITDAR anser respondent B vara ett vettigt mått för bolag som leasar sina tillgångar, då företaget varken bör vinna eller förlora på sin affärsstrategi d.v.s. om de äger eller leasar sina tillgångar. Förändringen av vilka multiplarna som används vid värderingar, menar respondenterna främst beror på att utländska investerare mer och mer gått mot kassaflödesrelaterade multiplar och ”enterprise value”-multiplar.

Om det är svårt att hitta jämförbara företag är P/E-talet en multipel som används. Detta sker mellan liknande bolag så att ”äpplen jämförs med äpplen”. Vi ser dessutom i empirin att vilka

multiplar som används också är lite av nyhetens behag. Intervjuperson B anser dock att det generellt kan sägas att väldigt många multiplar används för att ge tillförlitlighet till företagsvärderingen.

5.3 Inför en börsnotering

Genom att undersöka noteringsprospekten för de bolag som börsnoterades under 2002, d.v.s. Alfa Laval, Ballingslöv, Intrum Justitia och Nobia, har vi sett på informationsvärdet/nyttan av prospekten för investerare vid investeringsbeslut. Nyttan rörande: (1) om det går att värdera ett bolag inför en börsintroduktion baserat på prospekten (2) hur immateriella tillgångar och deras värdeskapande och osäkerhet beskrivs. Analysen är en jämförelse mellan vad som står i prospekten rörande värdering och immateriella tillgångar, vilket är reglerat i lag, med vad de professionella analytiker/investerare på investmentbanker och riskkapitalbolag anser om detta.

Genomgången av prospekten visar att samtliga innehåller väldigt mycket företagsspecifik information vilket gör det lätt att bilda sig en uppfattning om företagets verksamhet. Rent beräkningstekniskt ges inte några indikationer på vilken värderingsmodell som använts vid framtagandet av det kursintervall som presenteras. Genomgående så innehåller prospekten väldigt lite underlag till de värderingsmodeller som återgers i teorikapitlet. Som exempel behövs den förväntade avkastningen för att räkna på CAPM (Ross, 2002). Den förväntade avkastningen beräkning bygger vidare på den avkastning företaget haft historisk under olika konjunkturcykler som exempelvis depression. Prospekten återger som mest siffror från 5 år vilket inte täcker in dessa olika situationer. Vissa delar av modellerna går dock att få fram, t.ex. går WACC:en att räkna på om kostnaden för det egna kapitalet beskrivs som exempelvis historisk avkastningen på eget kapital.

Som nämnts anges enbart ett prisintervall i prospekten inom vilken noteringskursen kommer hamna. En del/förutsättning i vårt sökande att besvara frågan om privatpersoner kan basera sitt investeringsbeslut enbart på börsprospekten, har varit att besvara frågan om hur en introduktionskurs sätts? Sett till enbart prospekten så ges inte mycket information, bolagen skriver endast att priset per aktie beräknas att hamna inom intervallet samt att försäljning till privatpersoner inte kommer att ske till ett högre pris än det som utgör den övre gränsen i intervallet. I börsprospekten, för de bolag som noterades under 2002, presenteras enbart ett intervall t.ex. 76-92 kr i Nobias fall eller 36-51 kr i Intrum Justitias fall, dock ser man som investerare (läs privatperson) inte hur dessa intervall beräknats, d.v.s. vad ligger bakom det faktum att man betalar mellan 76-92 kr i Nobias fall. Vidare skrivs att institutionella placeringar inbjuds att delta i en form av anbudsförfarande, vilket ligger till grund för fastställandet av det slutgiltiga försäljningspriset. Skulle sedan kursen sjunka då aktien börjat handlas står det i vissa av prospekten att de medverkande emissionsinstituten eventuellt kommer vidta stabiliseringsåtgärder för att hålla uppe kursen. Prospekten nämner till viss del de dolda värdeskapande tillgångarna det står dock inte speciellt mycket utan de nämns lite i förbifarten, som exempelvis när Nobia skriver att deras varumärken är en viktig del av företaget.

Respondenternas åsikter rörande nyttan med prospekten skiljer sig en del. Samtliga anser att de i grunden ger en mycket bra bild av företaget och dess verksamhet. Dock framkommer det att vissa av respondenterna för egen skull skulle vilja att de innehöll mer information om t.ex. företagsledningens uppskattning om framtiden o.s.v., för att kunna genomföra en värdering. Som respondent C uttrycker är att det dock utifrån endast den information som finns i

prospekten svårt att värdera ett företag p.g.a. att det inte finns så mycket beskrivet om de framtida förväntningarna. Intervjuperson C ger som exempel att prospektet för 5 år sedan gav mer vägledning, något som han personligen tycker var positivt. Samtliga respondenter påpekar att prospektet idag måste kompletteras med de analyser som investmentbankerna presenterar i samband med introduktionen vilket då fyller eventuella luckor i informationen. Prospektens utformning och innehåll är enligt respondenterna en direkt följd av legala aspekter d.v.s. indirekt rädslan för stämningar, vilket gör att företagen lämnar ut antagande om framtiden, vilka skulle kunna uppfattas som givna att inträffa p.g.a. att de står i prospektet. Respondent D anser att prospektet är bra som de är i dagsläget för att privatpersoner på så sätt inte blir "lurade" av det som står i prospektet i och med att som han säger *"det ända vi vet är att prognoser aldrig slår in"*.

Rörande den initiala prissättningen och kursintervallet så visar intervjuerna att den bygger på en kombination av DCF-modeller och relativvärdering. Respondenterna påpekar att härigenom täcks samtliga immateriella tillgångar in, d.v.s. både sådana som uppfyller kraven enligt RR15 och s.k. dolda. Vidare berättar respondent A att investmentbankerna stämmer av det de kommer fram till så att kursintervallet känns rimligt. Respondent C berättar att "private equity"-bolagets värdering diskuteras med de rådgivande investmentbankerna. När det enighet om ett prisintervall så leder detta till något som kallas "pre-marketing" vilket alltså sker innan börsprospekten ges ut, då riskkapitalbolaget träffar olika institutionella investerare som får ge sin syn på värdet på bolaget. Baserat på inputen från institutionerna om vad som kan vara ett vettigt intervall görs sedan en uppskattning om huruvida de tror att företaget kan introduceras till intervallet, i så fall presenteras intervallet i prospektet. Respondent B anser att intervallet baseras på: Egna erfarenheter av tidigare noteringar + DCF-modeller + Multipelvärdering + potentiella investerares input under "pre-marketing" = intervallet, vilket sätts utifrån förväntad efterfrågan.

Intervjuerna visar vidare att storleken på intervallet beskriver osäkerheten på så sätt att om investerare känner sig osäkra och jämförbarheten med andra bolag är dålig så blir intervallet stort. Vidare menar respondenten B att det är en balansgång huruvida värderingen av bolaget är rättvis eller ej. Å ena sidan vill investmentbankerna och riskkapitalbolagen få ett så högt pris som möjligt men de vill samtidigt inte "få skit" för att kursen direkt efter introduktionen faller kraftigt. Balansgången ligger i att om kursen går upp kraftigt får de kritik från säljaren som tycker att de kunde ha såld företaget dyrare, och om kursen faller kraftigt får de kritik från institutionerna som köpt aktien. Empirin visar att det optimala är om aktien handlas upp 5-10 procent de första veckorna, alla parter känner sig då nöjda och olika stabiliseringsåtgärder behövs ej. Det slutgiltiga priset inför introduktionen bestäms sedan enligt respondenterna genom att man bygger en orderbok. Orderboken innehåller information om vilka investerare som är villiga att teckna aktien och till vilket pris de är villiga att göra detta. I orderboken ser sedan säljaren och banker vilken den rätta prisnivån är, d.v.s. få en uppfattning om hur högt kursen går att sätta. Respondent C nämner att det är mycket taktik som är inblandat i hur många aktier som tecknas, investerare tecknar ofta fler än man vill vilket bör innebära att priset blir högre, något en köpare givetvis inte vill. För att investerare skall kunna sälja sina aktier på introduktionsdagen behövs det en viss överteckning. Initialt behövs två typer av investerare både kortsiktiga och långsiktiga, den första kategorin för att få likviditet i aktien och den andra kategorin, som står för långsiktigt ägande, för att ge aktien viss trygghet. Respondenterna är överens om att en överteckning på minst 2 ggr behövs för att man skall gå vidare med introduktionen.

6. Slutsatser

Med avseende på analysen drar vi följande slutsatser rörande uppsatsens frågeställning, d.v.s. hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar vid företagsvärdering då en börsintroduktion föreligger, och vidare om privatpersoner kan basera sitt investeringsbeslut enbart på börsprospekten? Vi syftar inte till att dra slutsatser om respektive respondent utan enbart använda deras svar till att dra slutsatser rörande uppsatsens frågeställning.

6.1 Immateriella tillgångar

Rörande hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar vid företagsvärdering då en börsintroduktion föreligger drar vi slutsatsen: när ett företag värderas finns alltid de immateriella tillgångarna beaktade på något sätt. Exempelvis säger respondenterna att vid kassaflödesvärderingar bakas allt som påverkar framtida kassaflöden in i värderingen. Vid framräknandet av multiplar och andra delar i värderingen som behandlar resultatet efter avskrivningar på goodwill bör en justering för dessa göras och om det inte är så beror det på: (1) att antingen så bryr sig inte investerare och analytiker om dessa (2) eller så förstår de inte den redovisningsproblematik som det innebär att redovisa immateriella tillgångar. Anledningen till att det som en respondent säger är "50/50" huruvida man tar hänsyn till immateriella tillgångar (goodwill), anser vi beror på att man i Sverige fortfarande gör avskrivningar på goodwill, något som alltid tenderar att påverka resultatet. Osäkerheten förknippat med immateriella tillgångar rörande livslängd och ekonomiska fördelar samt snävheten i RR15 anser vi vidare bidrar till att investerare inte litar fullt på de värderingar som är gjorda av immateriella tillgångar. Ett tydligt exempel på detta nämner en respondent som säger att han alltid bygger upp ett helt eget "case" med det aktuella företaget i fråga. Den redovisning som företaget presenterar överensstämmer inte med det verkliga värdet på företaget dels p.g.a. den osäkerhet som är förknippad med immateriella tillgångar samt p.g.a. att redovisningen inte inkluderar alla värdeskapande tillgångar. Slutsatsen vi drar av detta är att redovisningens användbarhet är begränsad i ett värderingsperspektiv och att respondenterna är mindre restriktiva rörande att ta med immateriella tillgångarna som inte uppfyller kraven enligt RR15 i värderingarna, som exempel säger de att en forskningsportfölj som förväntas ge framtida avkastning tas med i värderingen medan RR15 säger att de bl.a. skall ge framtida avkastning för att få redovisas. Respondenterna hävdar, som tidigare nämnts, att samtliga immateriella tillgångar täcks in av en diskonterad kassaflödesanalys (firm valuation). Redovisningen kan sägas ha en mer försiktig approach medan analytiker snarare vill ha en bild som beskriver det troligaste utfallet. Vi upplever det som att det inte finns några regler om vad värderingen får innehålla, huvudsaken är att värdet i slutänden blir accepterat.

Redovisningen är av förklarliga skäl inte lika framåtblickande som analytiker och investerare vilka är mer intresserade av framtiden. Detta menar vi leder till skillnader i hur de immateriella tillgångarna behandlas. Redovisningen, som ligger till grund för investeringsbeslut, bygger i mångt och mycket på det som har hänt, d.v.s. historia, och väldigt lite på det som kommer att hända. En investerare eller en analytiker å andra sidan är primärt intresserad av vad som komma skall. Att alla värdeskapande immateriella tillgångar inte syns anser vi ur ett investerars perspektiv är en brist i rekommendationen, som strider mot redovisningsprincipen "true and fair view". Vi menar att för att få en rättvisande bild av ett företag bör alla värdeskapande tillgångar visas. IAS strävar efter att redovisningen ska visa verkliga värden på tillgångar, om de immateriella tillgångar som inte uppfyller kraven enligt RR15 också ska redovisas på detta sätt vet vi inte men det är tänkvärt i synnerhet då

”impairment tests” på goodwill troligtvis kommer att införas. Indikationer som talar mot detta skriver Copeland (2000) om då han beskriver att ett företag kan ha stora avkastningar från den operativa verksamheten men när de sedan räknar in goodwill så täcker knappt avkastningen kostnaden för kapital. Det kan då vara bättre med de avskrivningar som vi har i Sverige då det i alla fall blir lättare att se dess påverkan än om företaget först behöver göra ett ”impairment test” som avgör om ett nedskrivningsbehov föreligger. Införandet av IAS, 2005 för börsbolag kommer att göra redovisningens fokus på rättvisande bild blir än mer framträdande, vilket vi anser ger en mer aktuell bild av företaget. Som en följd av detta tror vi att redovisningen i framtiden kommer vara mycket mer användbar för investerare, i synnerhet då företagen säkerligen kommer aktivera mer immateriella tillgångar i balansräkningen om utrymme för det ges.

6.2 Företagsvärdering

Genom våra intervjuer med Carnegie, EQT, Industri Kapital och Swedbank har vi fått en inblick i vilka värderingsmodeller som tillämpas i praktiken. Slutsatsen vi kan dra av våra intervjuer är först och främst att en värdering inför en börsnotering aldrig enbart bygger på en värderingsmodell, vilket vi anser teorin vill göra gällande. Värderingen är snarare en kombination av flera. Då investmentbanker värderar ett bolag för att komma fram till ett passande prisintervall så görs detta med hjälp av flera olika värderingsmodeller vilket respondenterna menar ökar tillförlitligheten. Värdet baseras aldrig på enbart en värderingsmodell. Just denna samstämmighet mellan olika värderingsmodeller anser vi att teorin negligerar. Det är inte heller alltid samma modeller som används utan de som enligt värderarna passar företaget i fråga bäst används.

Vidare så ser vi att hos riskkapitalbolagen och investmentbankerna utgör relativvärderingen tillsammans med DCF-värderingar själva kärnan i företagsvärderingen. Kassaflödesvärderingen har sina för- och nackdelar. Som både teorin och analytiker nämner kan mycket små justeringar i parametrarna innebära stor utslag, något som vi anser gör att man inte helt och hållet litar på en DCF. De positiva aspekterna är å andra sidan att analytiker och investerare härigenom får en indikation om att deras värdering inte ligger helt fel samtidigt som DCF-värderingen ger dem en möjlighet att utföra en s.k. känslighetsanalys. Ytterligare en fördel med DCF är att den tar hänsyn till alla företagets värdeskapande delar, något som andra modeller kan ha svårigheter med. En slutsats vi drar är att kritiken mot kassaflödesvärderingen inte är så märkbar som vi till en början trodde. Rörande relativvärderingen drar vi slutsatsen att företagsvärderingen gått mot kassaflödesrelaterade multiplar, vilket vi tycker känns lite konstigt, varför gå från DCF om det går att få fram kassaflöden. Problemet med kassaflödesvärderingen är bl.a. att det är svårt att få fram riktiga kassaflöden och att små justeringar, som tidigare nämnts, leder till stora utfall. Om värderaren ändå ska räkna fram ett kassaflöde som ligger till grund för multiplarna som används tycker vi att det borde vara lika svårt att lita på dessa multiplar som att lita på en DCF värdering, något vi har lite svårt att greppa. Ett mått som är återkommande när det gäller relativvärdering är det s.k. EBIT och dess olika efterföljare. Något som dock framkommer genom empiri och i viss mån teori är att det är olika vilka nyckeltal som bör användas och att vilka som tillslut används beror dels på den subjektiva uppfattningen om vilket/vilka nyckeltal som passar företaget bäst och vilka nyckeltal som ligger i tiden. En respondent uttrycker exempelvis att för det inte var många som hört talas om EBIT mått för några år sedan men att de idag är vedertagna av alla analytiker. Nyhetens behag är således ytterligare en del som spelar in när det gäller att bestämma vad som ska ingå i en värdering. En annan sak som spelar in när det

gäller vilka modeller som ska användas är vilka modeller som används vid det jämförande bolaget för att det är som en respondent uttrycker det, viktigt att jämföra ”äpplen med äpplen” och inte ”äpplen med päron”. Detta anser vi vara en del i förklaringen till varför alla analytiker tenderar att använda liknande modeller under samma perioder.

Vi upplever teorin som väldigt förenklande då den inte beskriver att investerare och analytiker i praktiken jobbar med flera olika modeller, för att öka trovärdigheten i sin värdering och inte endast väljer en av de teorier som finns. Genom empirin har vi också kunnat konstatera att i praktiken används inte teorierna ”slaviskt” utan det är snarare upp till analytikern/investeraren själv och det bolag han arbetar att avgöra vilken modell/modeller som bör användas. Hittar han, eller bolaget, en modell som fungerar håller de sig till den och arbetar fram olika varianter som går att applicera på olika bolag. Även om de håller sig till en modell i grunden är det viktigt att återigen påpeka att många modeller används för att inte vara för sårbar om huvudmodellen skulle ge ett felaktigt värde. Vi anser att detta visar exempel på den subjektivitet som existerar rörande företagsvärdering, vilket leder fram till slutsatsen att det inte finns en analysmodell som passar alla investerare och analytiker.

När en aktie sedan väl börjar handlas på en effektiv marknad och utbud och efterfråga möts, kommer marknaden att ge sin dom. Vi anser att under antagandet att marknaden alltid har rätt får det delaktiga riskkapitalbolaget och investmentbankerna en indikation om hur rätt deras värdering varit samt om man tagit hänsyn till samtliga värdeskapande immateriella tillgångar. Detta på så sätt att om aktien håller sig vid introduktionskursen kan detta antyda att man gjort en värdering som merparten av marknaden överensstämmer i, vilket då skulle tyda på att den är korrekt.

6.3 Prospektens användbarhet

Rörande om privatpersoner kan basera sitt investeringsbeslut enbart på börsprospekten, d.v.s. huruvida prospektet ger tillräckligt med information för att grunda ett investeringsbeslut eller en värdering på, blir svaret entydigt nej. Prospektet är användbara på så sätt att de ger en välgrundad kunskap om företaget och dess verksamhet. Investeraren erhåller siffror som är tillräckliga för att utföra vissa värderingsberäkningar så som nyckeltal. Vad som dock saknas är de framtidsutsikter som ledning och marknaden har på företaget, vilka är nödvändiga för att exempelvis uppskatta framtida kassaflöden. Prospektet innehåller inte heller tillräckligt lång historik för att kunna uppskatta de olika scenarier som ett företag kan uppleva. Den bristfälliga informationen beror till stor del på den rädsla som grundar sig på att förväntningarna som finns inte kommer att uppfyllas, att detta är ett problem är ganska självklart då prospektet är det enda en privat investerare har som underlag vid en introduktion, för att bilda sig en objektiv och egen uppfattning. Ett förslag till fortsatt forskning skulle kunna vara att studera just vad prospektet saknar i den mening att de är bristfälliga som material för en företagsvärdering. Här tillkommer ett problem som varit i ropet vad gäller årsredovisningar och som kan läsas om i en magisteruppsats av Rylme och Pettersson (2003), nämligen s.k. ”voluntary disclosures” (frivillig tilläggsinformation). Vilka delar som ska vara tvingande och inte är ett delikat ämne, liksom hur det går att mäta den subjektiva information som företaget lämnar. Men detta är som sagt ett ämne för fortsatt forskning.

6.4 Sammanfattning slutsatser och frågeställning

Här tänkte vi sammanfatta uppsatsens slutsatser genom att knyta an dessa till frågeställningen.

Vår frågeställning är (1) hur investerare och analytiker behandlar immateriella tillgångar vid företagsvärdering då en börsintroduktion föreligger, och (2) vidare kan privatpersoner basera sitt investeringsbeslut enbart på börsprospekten?

Om vi ser till den första delen av frågeställningen så drar vi slutsatsen: när ett företag värderas finns alltid de immateriella tillgångarna beaktade på något sätt. Genom att de investerare och analytiker, vi intervjuat, använder sig utav flera olika värderingsmodeller för att öka tillförlitligheten i värderingen, och DCF-värderingen alltid är en av dessa, bakas allt som påverkar framtida kassaflöden in i värderingen samtidigt som dessa tar hänsyn till samtliga värdeskapande tillgångar. Subjektiva bedömningar ligger till grunden för hur de immateriella tillgångarna behandlas och de finns inte alltid med i alla värderingsmodeller men som sagt på något sätt finns de alltid med i ett företags värde.

Rörande nyttan av börsprospekten för privatpersoner, d.v.s. den andra delen av frågeställningen, så blir den entydiga slutsatsen att prospekten inte ger tillräckligt med information för att grunda ett investeringsbeslut eller en värdering på. Prospekten är användbara på så sätt att de ger en välgrundad kunskap om företaget och dess verksamhet. Vad som dock saknas är de framtidsutsikter som ledning och marknaden har på företaget, vilka är nödvändiga för att exempelvis uppskatta framtida kassaflöden. Prospekten innehåller inte heller tillräckligt lång historik för att kunna uppskatta de olika scenarier som ett företag kan uppleva.

Ordlista

CAPM: (Capital Asset Pricing Model), aktievärderingsmodell.

compareables: jämförbara bolag

DCF: (Discounted Cash Flow), diskonterat kassaflöde

EBIT: operativa vinsten

EBITA: operativa kassaflödet

exit: tidpunkten då ett riskkapitalbolag lämnar ett företag

equity valuation: värderar enbart aktiekapitalet

firm valuation: värderar hela företaget

gudiens: engelskt ord för vägledning

IAS: (International Accounting Standards)

impairment test: prövning om nedskrivningsbehov föreligger

institutionella investerare: kapitalförvaltare, fondförvaltare

key ratios: nyckel kvoter

management: engelskt uttryck för företagsledningen

multiplar: kvoter

private equity-bolag: riskkapitalbolag

reality check: verklighets koll

relativvärdering: olika multiplar beräknas och jämförs

riskkapitalbolag: bolag som investerar i bolag under en begränsad tidsperiod

road show: genomförs inför en börsintroduktion och innebär att företagsledningen under två veckor träffar olika investerare och presenterar bolaget och förklarar varför investerarna ska köpa aktier i deras bolag.

ROE: (Return on Equity), avkastning på eget kapital

ROIC: (Return on Invested Capital), avkastning på investerat kapital

RR15: Redovisningsrådets rekommendation nummer 15 rörande immateriella tillgångar

stand alone-värdering: ser enbart på det aktuella företaget

terminal Value: värdet på de fria diskonterade kassaflödena från första året efter den explicita periodens slut in i evigheten

WACC: (Weighted Average Cost of Capital), ränta som visar kostnaden för kapitalet beräknat utan hänsyn tagen till vem som försett bolaget med kapitalet.

Källförteckning

Böcker:

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

Andersen, I, (2001). *Den uppenbara verkligheten. Val av samhällsvetenskaplig metod*. Fredriksberg: Samfundslitteratur.

Backman, J, (1998). *Rapporter och uppsatser*. Lund: Studentlitteratur.

Bell, J, (1995). *Introduktion till forskningsmetodik*, Lund: Studentlitteratur.

Carlsson, B, (1991). *Kvalitativa forskningsmetoder*, Falköping: Almqvist & Wiksell Förlag AB.

Copeland, T.E, Koller, T, Murrin, J, (2000). *Measuring and managing the value of companies*, New York: Wiley cop.

Damodaran, A, (1994). *Damodaran on valuation: security analysis for investment och corporate finance*, New York: Wiley cop.

Damodaran, A, (1999). *Applied Corporate Finance (A user's manual)*, New York: John Wiley & Sons, Inc.

Ehrlow, T, Kjällerström, B, Lindström, P, (1995). *Att skriva uppsats*, Lund: Turningpoint AB.

Ejvegård, R, (1993). *Vetenskaplig metod*, Lund: Studentlitteratur.

FARs Samlingsvolym, (2003). Stockholm: FAR FÖRLAG AB.

Holme, I-M, Solvagn, B. K, (1997). *Forskningsmetodik - om kvalitativa och kvalitativa metoder*, Lund: Studentlitteratur.

Karlsson, I, (2002). *Föreläsningens kompendium, företagsekonomi*, Högskolan i Kalmar.

Lekwall, P, Wahlbin, C, (1987). *Information för marknadsföringsbeslut*, Göteborg: IHM, Förlag AB.

Merriam, S,-B, (1994). *Fallstudien som forskningsmetod*, Lund: Studentlitteratur.

Molander, B, (1993). *Vetenskapsfilosofi*, Stockholm: Bokförlaget Thales.

Patel, R, Davidsson, B, (1991) *Forskningsmetodikens Grunder*, Lund: Studentlitteratur.

Patel, R, Davidsson, B, (1994). *Forskningsmetodikens grunder att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Lund: Studentlitteratur.

Rimmel, G. (2003). *Human resource disclosures*, Göteborg: Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Rosengren, K-E, Arvidsson, P, (1992). *Sociologisk metodik*, Falköping: Almqvist & Wiksell Förlag AB.

Ross, S.A, Jaffe, J, Westerfield, R.W, (2002). *Corporate Finance* (Sixth edition), New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.

Smith, D, (2000). *Redovisningens Språk*, andra upplagan, Lund: Studentlitteratur.

Vetenskapliga artiklar:

Amir, A, Harris, T. S, Venuti, E. K, (1993). *A Comparison of the Value-Relevance of US versus Non-US GAAP Accounting Measures Using From 20-F Reconciliations*, Journal of Accounting Research, vol. 31, pp 230-264.

Bukh, N.D. P, Larsen, H.T, Mouritsen, J, (1999). *Intellectual Capital Statements and Knowledge Management: 'Measuring', 'Reporting', 'Acting'*. Australian Accounting Review.

Chauvin, K. W, och Hirschey, M, (1994). *Goodwill, Profitability, and the Market Value of the Firm*. Journal of Accounting and Public Policy, vol. 13, pp 159-180.

Choi, W. W, Kwon, S. S, Lobo, G. J, (2000). *Market Valuation of Intangible Assets*, Journal of Business Research, vol. 49, pp 35-45.

Edvinsson, L, Malone, M.S., (1997). *Intellectual Capital*, London: Piatcus.

Hall, R.E, (2001a). *Struggling to Understand the Stock Market (the Rickard T. Ely Lecture)*, American Economic Review Papers and Proceedings, vol. 91, pp 1-11.

Jennings, R., Robinson, J. Thompson, R. B, Duvall, L, (1996). *The Relation between Accounting Goodwill Numbers and Equity Values*, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 23, pp 513-533.

McCarthy, M. G, Schneider D. K, (1995). *Market Perception of Goodwill: Some Empirical Evidence*, Accounting and Business Research, vol. 26, pp 69-81.

Stewart, T.A, (1997). *Intellectual Capital*, London: Nicholas Brealey Publishing.

Zhang, D, (2003) *Intangible assets and stock trading strategies*, Journal of Managerial Finance, vol. 29, pp 38-56.

Övriga tryckta källor:

Noteringsprospekten för:

Alfa Laval Corporate AB, (HQ) Lund, Sweden. (www.alfalaval.com)

Ballingslöv International AB, (HQ) Ballingslöv, Sweden. (www.ballingslov.se)

Intrum Justitia AB, (HQ) Stockholm, Sweden. (www.intrum.com)

Nobia AB, (HQ) Stockholm, Sweden. (www.nobia.se)

Andra uppsatser:

Danielsson, K, Fransson, A, (2003) *Aktievärderingens förändring till följd av Telekombubblan*, Borås: Högskolan i Borås.

Rylme, H, Pettersson, J, (2003) *Voluntary Disclosure of Human Capital*, Göteborg: Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Tidningsartiklar:

Ekström, S, (2000). *Värdering av företag i den nya ekonomin*, Stockholm: FAR FÖRLAG AB eller Balans, nr 4 2000.

Föreläsningar:

Marton, J, (2003-09-01). *Föreläsning om internationell redovisning*, Göteborg: Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Otryckta källor:

Intervjuer med icke namngivna personer på riskkapitalbolagen EQT och Industri Kapital samt investmentbankerna Carnegie och Swedbank. Samtliga intervjuer genomfördes december 2003.

Carnegie Investment Bank AB, Stockholm, Sweden. (www.carnegie.se)

EQT Partners AB, Stockholm, Sweden. (www.eqt.se)

Industri Kapital AB, Stockholm, Sweden. (www.industrikapital.com)

Swedbank Markets, Stockholm, Sweden. (www.swedbank.com)

Bilaga 1

Intervjuer

Vi har sammanlagt intervjuat fyra personer varav två arbetar på riskkapitalbolagen (private equity-bolagen) EQT och Industri Kapital samt två som arbetar på investmentbankerna Carnegie respektive Swedbanks corporate finance-avdelningar. Med tanke på hur förhållandevis liten och hemlighetsfull den svenska riskkapitalbranschen är samt hur få bolag som noteras, under 2002 var det endast fyra stycken, anser vi att vi fått en mycket bra respons från våra intervjuer, inte bara i form av uttömmande svar utan kanske främst då så många ville ställa upp. En av respondenterna var till och med förvånad över att vi lyckats få så många som ville ställa upp på intervjuer. Faktumet att många av riskkapitalbolagen fått utstå mycket negativ publicitet i massmedia, verkar inte ha avskräckt dem från att ställa upp och hjälpa till. I detta avsnitt redogör vi respondenternas åsikter och uppfattningar rörande företagsvärdering inför börsintroduktioner samt immateriella tillgångar och deras eventuella påverkan. På grund av önskemål från majoriteten av respondenterna har vi valt att presentera deras svar anonymt. Vi har dessutom försökt minimera risken för igenkänning så mycket det går utan att empirin för den skull förlorar i relevans och realitet. För att ändå kunna säga något om respektive respondent anser vi att det är viktigt att kunna förstå deras åsikter utifrån deras perspektiv samt för att kunna dra slutsatser har vi valt att kategorisera det anonyma materialet med avseende på riskkapitalbolag (private equity-bolag) och investmentbanker.

Intervjuperson A – investmentbank

Immateriella tillgångar

Intervjuperson A säger att man måste fråga sig varför immateriella tillgångar överhuvudtaget växer. Han anser att det främst är goodwillposten som växer och detta sker p.g.a. att företag gör allt fler förvärv idag. Dock ser intervjuperson A goodwill främst som en direkt följd av befintliga redovisningsregler och inte som något direkt problem vid företagsvärdering. Istället menar han att de delar som påverkar kassaflödet är av störst intresse och att goodwill i denna bemärkelse bara blir ett redovisningspåfund. Intervjuperson A medger dock att avskrivningar på goodwill påverkar värderingen i realiteten, då många av marknadens aktörer i huvudsak använder sig av relativvärderingar som påverkas av avskrivningar. Kassaflödet och kassaflödesvärderingen påverkas dock ej enligt respondent A.

Enligt intervjuperson A kan de tillgångar som inte uppfyller kraven enligt RR15 för att få redovisas som en immateriell tillgång vara ett problem. Han anser dock att detta främst är en effekt av att företagen blivit allt duktigare på att skapa värde genom de tillgångar de har. Som exempel nämner respondenten att vi under de senaste 100 åren blivit avsevärt mycket bättre på att använda tillgångar, för att få bättre avkastning, och att frågan om immateriella tillgångar helt enkelt uppkommit därav. Förr var det enligt respondenten mycket enklare då investerare såg på bokfört värde och kunde hänföra större delen av ett företags marknadsvärde hit, generellt var då kassaflödet extremt beroende av de fasta tillgångarna.

Ett problem rörande immateriella tillgångar som inte uppfyller kraven på att redovisas i BR är internt upparbetade varumärken. Respondenten berör detta genom att exemplifiera med det multinationella sportföretaget Nike. Intervjuperson A säger att: ”Med ett företag som Nike med ett otroligt starkt varumärke är det ett problem att inte se värdet på den tillgången.”

Respondenten menar dock att han aldrig sätter ett värde på själva varumärket, utan han anser att det viktiga är att se hur kassaflödet påverkas. Genom att uppskattat de immateriella tillgångarna, vilket i detta fall skulle vara varumärket Nike, blir prognoserna enligt respondenten mer trovärdiga. Även om inte det direkta värdet uppskattas kan den del av värdet som inte är hänförlig till de materiella tillgångarna således härigenom förklaras bättre. Respondenten menar att mjuka saker som är enkla att beskriva men svåra att räkna på är krångliga att omsätta i kassaflödesprognoser, dessa är dock nödvändiga att nämna för trovärdigheten i värderingen.

Företagsvärdering

På den investmentbank där intervjuperson A jobbar arbetar man mest med olika DCF-modeller och relativvärdering. Respondenten anser dock att alla värderingsmodeller hänger ihop och att givet samma antaganden, så får man samma värde oavsett vilken värderingsmodell som används. Respondenten hävdar att det endast rör sig om olika angreppssätt på värderingen. Att DCF-modellerna tappat i betydelse till följd av att de är förhållandevis lätta att manipulera håller inte intervjuperson A med om. Han anser snarare att det exempelvis är betydligt enklare att manipulera årets vinst än att manipulera kassaflödena, och säger att det skulle se väldigt konstigt ut om ett företag plötsligt slutade investera helt och hållet, och att detta skulle visa sig ganska snabbt.

Om man enbart ser till DCF-modellerna så berättar respondenten att kassaflödena räknas ut i evighet. En uppdelning görs i explicit period som är på mellan 3 -10 år och där efter inexplicit period på vilken man räknar ut ett s.k. "Terminal Value." Detta är enligt intervjuperson A lika med värdet på de fria diskonterade kassaflödena från första året efter den explicita periodens slut in i evigheten. Problemet med detta är dock enligt intervjuperson A att det inte går att göra en explicit värdering in i all evighet, och att sitta och gissa om investeringar (kassaflöden) om 20 år menar han känns väldigt konstigt. En viss prognostisering av framtida kassaflöden sker dock, och enligt respondenten ser man främst på (1) *historiken* (2) *compareables*: är prognoserna rimliga utifrån hur konkurrenterna fungerar? Om H&M investerar 4 % av omsättningen för att uppnå en tillväxt om 15 % är det då rimligt att Lindex investerar 2 % och tror sig uppnå samma tillväxt? (3) *stand alone*: om ledningen menar att tillväxten över de närmsta fem åren skall vara 7 % i snitt, men branschen generellt väntas växa med 3 %, är antagandet då rimligt? Vad skall bolaget göra för marknadsaktiviteter, investeringar etc. som motiverar den högre tillväxten?

Intervjuperson A berättar vidare att när ett företag nått ett s.k. "steady state", d.v.s. att det växer i takt med världsekonomin, kan "steady state"-antaganden göras, något som minskar den tidigare beskrivna risken med antaganden rörande framtiden. Respondenten menar att det är betydligt lättare att göra antaganden om hur världsekonomin kommer att utvecklas än att göra dem om hur ett enskilt företag kommer utvecklas. För att ytterligare konfirmera säkerheten i antagandena för "Terminal Value", och för att få en s.k. "reality check", kan man enligt intervjuperson A använda sig av faktumet att alla värderingsmodeller under vissa antaganden är kompatibla och därigenom räkna ut vissa s.k. "key ratios" som t.ex. ROE, ROIC och ROC-spread. Han menar att om man inte har för aggressiva antaganden blir företagets "Terminal Value" det samma. Respondenten ger vidare ett exempel på detta: "Säg att du gör en DCF och kommer fram till ett värde som känns rimligt och som stämmer hyfsat väl överens med jämförelsegruppens värderingar men ger en ROE-spread i "Terminal Value" på 30 %, är det då rimligt eller har du haft för aggressiva antaganden? Eller om du

får en negativ ROC-spread, då har du antagit att bolaget skall ägna sig åt kapitalförstöring in i evigheten, är det rimligt?”

Om man ser till den huvudsakliga skillnaden mellan DCF-modeller och relativvärdering så anser intervjuperson A att vid relativvärderingen har någon annan satt priset på vad t.ex. SAP är värt, för att sedan från dessa antaganden utföra beräkningar. Enligt respondenten måste man vidare också se skillnad på relativvärdering och s.k. ”stand alone”-värdering. Vid den sistnämnda ser man nämligen enbart på det aktuella företaget, något som respondenten menar verkligen är stor skillnad. Skillnad främst på så sätt att när du tar en multipel där någon annan gör uppskattningen, vilken exempelvis kan bygga på deras DCF-modell, så menar respondenten att man applicerar någon annans antaganden på det bolag som man skall värdera. Intervjuperson A förtydligar och summerar resonemanget genom följande exempel: *”Relativvärdering är som att köpa en lägenhet enbart baserat på vad grannen betalade för sin medan en ”stand-alone” (där DCF är det mest använda) är att gå in och granska lägenheten, räkna på ränte- och hyreskostnader, renoverings- och underhållskostnader etc. och utifrån det sätta priset. Med andra ord är det en väldigt stor skillnad.”*

Inför en börsnotering

Enligt intervjuperson A baseras den initiala prissättningen av en aktie inför en börsintroduktion på en kombination av DCF-modeller och relativvärdering. Vidare berättar respondenten att investmentbankerna stämmer av det de kommer fram till så att kursintervallet känns rimligt. Intervjuperson A menar att han inte ger några råd om köp om inte intervallet överensstämmer med hans uppfattning, dock menar han att det inte direkt är corporate finance-avdelningens uppgift att ge rekommendationer om vare sig köp eller sälj. Han nämner att analytikernas tankar och uppfattning och corporate finance-avdelningens tankar och uppfattning bör skiljas då de representerar olika kundgrupper, d.v.s. köpare och säljare. Således har ”analysens” köp eller sälj rekommendationer inte något med det som corporate finance-avdelningen kommit fram till att göra.

Sett till börsprospekten så anser respondenten att dessa ger en ganska bra information, men om han själv som privatperson skulle göra en värdering skulle han vilja ha mer information. Bland annat saknar respondenten mer detaljerade investeringsplaner och marknadsplaner samt utförliga relativvärderingar av bolaget. Intervjuperson A påpekar dock att bolagen inte kan avslöja för mycket information i prospekten i och med att det skulle kunna innebära att de avslöjar sina framtidsplaner och således sina konkurrensfördelar.

Själva anbudsförfarande som sedan sker för att komma fram till den slutgiltiga introduktionskursen menar respondenten beror på det rådande marknadsläget. Han berättar vidare att de generellt går ut på en s.k. ”pre-marketing”. Här stäms prisintervallet av mot de stora institutionella investerarna. I orderboken skrivs sedan enligt respondenten hur mycket de institutionella investerarna vill teckna och till vilket pris. På detta byggs en ”bok” vilken ligger till grund för vilket pris inom intervallet det tillsist blir och därefter börjar man enligt respondenten sälja på riktigt. Vidare anser han att om det gjorts en bra ”pre-marketing” så bör priset motsvara marknadens efterfrågan med ett par gångers övertäckning. Överhuvudtaget så menar intervjuperson A att hela denna process varierar tidsmässigt, dock bör det ta någonstans mellan 6 månader och 2 år.

Hall's hypotes

Intervjuperson A anser att Hall's resonemang är intressant och drar omedelbart paralleller till Edvinsson och hans teorier om intellektuellt kapital. En skillnad mellan dessa båda är dock att Hall enligt respondenten tenderar att prata mer om immateriella tillgångar generellt. En stor miss som både Edvinsson och Hall gör är enligt intervjuperson A att de inte har med industristrukturen som bl.a. Porter beskriver. Enligt respondenten så säger Hall att intellektuellt kapital är det enda som påverkar och ger exemplet att om Pepsi skulle gå i konkurs så skulle Coca-Cola vara helt opåverkat då deras situation d.v.s. bokförda värde etc. inte skulle förändras och vidare att det skulle kännas konstigt att utelämna omvärldsfaktorer som dessa. Respondenten menar att enligt Edvinsson så definieras intellektuellt kapital som: Bokförda värdet + eget kapital+ intellektuellt kapital = marknadsvärde på Coca-Cola Således ändras inte detta när Pepsi går i konkurs då det intellektuella kapitalet är konstant, detta kan dock ifrågasättas enligt respondenten. Vidare anser han att Edvinsson inte nämmer något om konkurrensstrukturen eller industristrukturen och att detta saknas vid uppskattningen av värdet. Respondenten menar dessutom att hela Hall's resonemang känns något bakvänt. Det skulle enligt respondenten bli en bättre värdering om marknadsvärdet istället framräknades som: Industri struktur + intellektuellt kapital + bolagets strategi + bokfört värde på eget kapital = marknadsvärde.

Intervjuperson B – investmentbank

Immateriella tillgångar

Enligt intervjuperson B är den ökade andelen immateriella tillgångar, då främst goodwill, i företagens balansräkningar ett stort problem p.g.a. att de i dagsläget behandlas olika i t.ex. Sverige och USA. Respondenten påpekar att de i USA inte längre gör några avskrivningar på goodwill utan istället så gör de såkallade "impairment tests", d.v.s. årliga prövningar om nedskrivningsbehov medan vi i Sverige fortfarande gör avskrivningar på goodwill. Detta är dock något som respondenten menar antagligen kommer ändras i och med införandet av IAS 2005. Som intervjuperson B påpekar utgör goodwill ofta stora delar vid köp och han anser således att det är ett problem att det behandlas olika för tillfället. Vidare anser respondenten att värderare bör justera för goodwill om det påverkar, ett exempel som han ger är "earnings per share" som kan justeras för goodwill och om EBITA används så är detta före goodwill. Intervjuperson B anser att just immateriella tillgångar och huruvida värderingen skall inbegripa dem eller inte är väldigt aktuellt, för ett halvår sedan menar han att de flesta nog skulle säga att det var tveksamt huruvida värderingen skulle justeras eller inte för avskrivningar. Men i och med IAS tycker fler och fler att det ger en mer rättvisande bild.

Respondent B anser att en stor anledning till att investerare har olika uppfattning om goodwill och justering för den är att många helt enkelt inte förstår själva redovisningsproblematiken, medan andra säger att de helt enkelt inte bryr sig. Således är det olika huruvida immateriella tillgångar och då främst goodwill behandlas, respondenten medger att det är en knepig fråga som är olika för olika företag. Respondenten anser vidare att goodwill påverkar och att vissa justerar medan andra inte gör det, vilket resulterar i att värderingen således blir något mellanting. Generellt anser dock intervjuperson B att om två bolag med samma kapitalstruktur, vinst, kassaflöde etc. jämförs, och ett av företagen har goodwill och medan det andra inte har goodwill, så ska de värderas lika, han menar att de i grunden har samma värde och samma möjlighet till framtida kassaflöden. Bakgrunden till detta resonemang är

enligt respondenten att jämföra två bolag som är identiska så när som på att det ena bolaget någon gång i tiden köpts av ett Private Equity-bolag och därigenom fått ett nytt holdingbolag som ofta innehåller en hel del goodwill. Respondenten menar att dessa bolag egentligen är lika, men justerar man inte för goodwill och värderar de utifrån multiplar kommer det ena bolaget erhålla en lägre värdering.

Immateriella tillgångar som inte uppfyller kraven enligt RR15 för att få redovisas som sådana anser intervjuperson B bidrar med en mindre del till värdet, d.v.s. de påverkar inte multiplarna som framräknas för företaget, därför ignoreras de. Respondenten påpekar dock att de som är värdeskapande täcks in av en kassaflödesanalys. Han medger dock att immateriella tillgångar som inte tas upp i BR skapar ofta stora värden i företagen, exempel på detta är varumärken (Coca-Cola) och personalen (kunskapsföretag), dessa täcks dock enligt respondenten in av en kassaflödesanalys där framtida kassaflöden används.

Företagsvärdering

På den investmentbank där intervjuperson B jobbar arbetar de mest med DCF-modeller och olika multiplar vid företagsvärdering. Rörande kassaflödesanalyser så anser respondenten att det är en viktig del vid värdering då de tydligt visar vart drivkraften i bolaget ligger. Som exempel nämner han att det är olika vilka delar som är viktiga för olika bolag, vissa måste ha höga marginaler medan andra är beroende av stora volymer. Genom en kassaflödesanalys täcks även dessa delar in. Dock anser han att det alltid är de viktigaste parametrarna som påverkar vilket värde som erhålls i en DCF-värdering, detta oavsett vilket bolag de tittar på. Enligt respondent B är de viktigaste parametrarna: marginaler, tillväxt, kapitalbindning (rörelsekapital) och investeringar under prognosperioden. En annan stor fördel med kassaflödesmodellerna är enligt respondenten att det går att göra en känslighetsanalys där man kan laborera med olika parametrar för att se hur det påverkar företaget, något som också hjälper till att visa vilka delar som är viktiga för det aktuella bolaget.

Att DCF-modellerna tappat i betydelse till följd av att de är förhållandevis lätta att manipulera håller inte intervjuperson B med om helt och hållet. Han anser inte heller att man gått ifrån DCF-värderingar, utan att alla analytiker och "investment bankers" gör DCF-värdering, dock menar han att kanske dess betydelse för att bestämma bolagets värde är och har varit underordnad multipelvärdering. Mycket av detta beroende på just den manipulerbarhet som den ger möjlighet till. DCF är, som tidigare nämnts, enligt intervjuperson B ett mycket intressant hjälpmedel till att se vad som driver värdet i de olika bolagen.

Det råder dock väldigt stor osäkerhet enligt intervjuperson B rörande bestämmandet av framtida kassaflödena och han menar att det är i princip är omöjligt att gissa sig till hur stora de exakt kommer att vara. Detta är en anledning till att DCF-värderingen är av underordnad betydelse. Vid förhandlingen mellan olika investmentbanker anser respondenten att det är mer eller mindre värdelöst att förhandla med värden som är baserade på DCF-modeller då alla i branschen vet hur det ligger till med manipulerbarheten och att osäkerheten rörande framtiden är enorm. Om DCF-värderingen ger vad man kallar "fair value" är det ovanligt att det handlas rakt av till någon analytikerns DCF-värde, respondenten menar att man som tumregel brukar säga att börsen som aggregat handlas till 70-80 % av analytikernas genomsnittliga DCF-värderingar.

CAPM är ett mått som enligt intervjuperson B aldrig används för värdering, det som dock är bra med CAPM menar han är att den kan användas för att bestämma WACC:en vilken används som diskonteringsränta. Vidare menar respondenten att Betavärden och liknande endast har en underordnad betydelse och beräknas mest av egenintresse. Gordonsformel är dock något som respondenten anser vara intressant, detta främst för att man baklänges kan beräkna bl.a. P/E-tal. Generellt anser han dock att det är personligt vilka modeller som används, respondenten menar att det beror lite på vem du är och t.ex. vilken investmentbank du arbetar på och vad den har för policy. Intervjuperson B anser vidare att ett problem med modeller som dessa är att de tenderar vara för teoretiska och därför tenderar att ha en mindre genomslagskraft. EVA är t.ex. en annan modell som används av vissa men som inte heller har någon direkt universell betydelse, respondenten anser att corporate finance-avdelningar liksom studenter ibland tenderar att göra saker och ting tämligen komplicerade och det nästan ligger lite prestige i att värdera med hjälp av krångliga beräkningar.

Enligt intervjuperson B är olika multiplar, d.v.s. relativvärderingen, den viktigaste delen av företagsvärderingen. Han påpekar vidare att det finns väldigt många olika multiplar men att man för det mesta använder de som är väsentliga för företaget i jämförelse med andra bolag med liknande framtidsförutsättningar. Respondenten berättar att många investerare ser till hur företagets multiplar ligger i förhållande till andra bolags och grundar sina tankar om beslut på detta. En vidare anledning till att multiplar är så pass viktiga är enligt intervjuperson B att de går fort att beräkna, något som är viktigt då en investerare ofta tittar på många företag parallellt och hinner helt enkelt inte att utföra DCF-analyser på samtliga. Multiplar ger investerare dessutom möjligheten att snabbt se på om ett företag är intressant eller inte då de t.ex. genom tidigare erfarenheter exempelvis aldrig betalar mer än $P/E = 10$. Det blir lite av en mellan tummen och pekfinger indikation på om företaget är intressant att investera i över huvudtaget.

Nästan alla multiplar framräknade från RR kan användas vid värderingar. Exempel på multiplar, som han ger, är cash flow P/E, bolagsvärde/bolagets försäljning. Med bolagsvärde menar respondenten "Enterprise Value" (EV), vilket innebär vad bolaget skulle vara värt på börsen om det varken hade nettoskuld eller nettokassa, något som han menar brukar kallas skuldfritt skick. Respondenten menar att försäljningen bör jämföras med EV och inte börsvärdet (P) vilket således ger Bolagsvärde/bolagets försäljning (EV/Sales). Vidare menar han att det samma gäller för multiplarna EV/EBITDA, EV/EBITA, EV/EBIT, eftersom dessa resultatnivåer inte tar hänsyn till bolagets finansieringskostnader, d.v.s. de kommer efter EBIT-nivån i resultaträkningen. Intervjuperson B ger ett exempel rörande resonemanget ovan: *"om man har två exakt lika bolag med EV på 10 mdr, dock har det ena bolaget (A) en nettoskuld på 5 mdr och det andra (B) har ingen nettoskuld alls. A har ett börsvärde på 5 mdr och B har ett börsvärde på 10 mdr. Alla nivåer ner till och med EBIT kommer att vara identiska dock kommer sista raden skilja sig p.g.a. att A måste betala ränta på sin nettoskuld och B har dock ingen nettoskuld att betala ränta på."*

Vidare så berättar respondenten att EV jämförs med Sales, EBITDA, EBITA och EBIT. P (börsvärde/antalet aktier) jämförs med EPS (årets resultat per aktie efter skatt).

Vilka multiplar som är viktigast anser intervjuperson B helt enkelt beror på vilket bolag som analyseras. Det är också lättare att jämföra bolag som använder sig av samma regelverk samt har samma skatteregler etc. Om det är svårt att hitta jämförbara företag anser respondenten att P/E-talet är en bra multipel att använda sig av. Han påpekar dock att det är viktigt att tänka på att jämförelsen ska vara mellan liknande bolag så att "äpplen jämförs med äpplen".

Respondenten tar som exempel att det i industriföretag oftast inte är så intressant med multiplar som grundar sig på BR. Dessa är desto mer intressanta i exempelvis fastighets-, skogs- samt gruvbolag, d.v.s. företag där stora delar av bolagens värden finns i balansräkningen. Vilka multiplar som används också är lite av nyhetens behag, och han menar att en multipel som exempelvis EBITA inte alls var lika vanlig för 5-10 år sedan som i dag där den är ett frekvent förekommande inslag i värderingar. En förhållandevis färsk multipel som vår respondent nämner är EBIDAR som han menar använts under något år då flygbolag värderats. Om en jämförelse görs mellan två bolag (flygbolag) där det ena leasar sina tillgångar medan det andra äger sina måste en justering till för att jämförelsen ska bli riktig, och detta är just vad EBIDAR underlättar. Respondenten tror dock att det säkerligen kommer bli mer utbrett och då även användas när andra företag med stora kapitaltillgångar som antingen leasas eller köps in jämförs. Intervjuperson B anser dock att det generellt kan sägas att väldigt många multiplar används för att ge tillförlitlighet till företagsvärderingen.

Inför en börsnotering

Enligt intervjuperson B så tar en ”snabb” börsnotering ungefär 6 månader detta räknat från dess att företaget och investmentbanken först träffas till dess att aktierna noteras på börsen. Respondenten berättar vidare att värderingen av bolaget ständigt uppdateras under denna period och jämförs därutöver med liknande bolag som är noterade. Prisintervallet sätts sedan enligt intervjuperson B efter att man gjort en s.k. ”pre-markering” och bör därför enligt respondenten spegla vad investerarna ”i en perfekt värld” verkligen är beredda att betala för aktien. Beroende på med hur många ”andra investerare” man kollar med blir olika saker viktiga enligt respondenten. Om det finns få ”andra investerare” som ställer upp och gör en värdering blir istället jämförandet med andra bolag viktigare, medan jämförelsen med andra blir mindre viktig då fler ”andra investerare” värderar företaget berättar intervjuperson B. Generellt kan man dock säga att om investerare känner sig osäkra och jämförbarheten med andra är dålig så blir intervallet stort enligt respondenten. Respondenten anser vidare det intervall som lämnas kortfattat utgörs av:

Egna erfarenheter av tidigare noteringar + DCF-modeller + Multipelvärdering + potentiella investerares input under ”pre-marketing” = intervallet, vilket alltså alltid sätts utifrån förväntad efterfrågan.

Intervjuperson B anser dock att det prisintervall som ges i samband med börsprospektet inte alltid är en rättvis prissättning. Som exempel tar respondenten kylskåpstillverkaren Dometics som skulle börsnoteras under december 2003. Här menar respondenten att teckningen blev för bristfällig för att bolaget skulle noteras, respondenten menar vidare att ägarna oftast vill ha en övertäckning på i alla fall över 3 ggr för att de ska vilja sälja ut bolaget. Ryktet på marknaden var enligt intervjuperson B att man endast fick en övertäckning på 1.3 ggr. Som exempel kan nämnas att under de ”goda åren” kunde övertäckningar på 10-20 ggr vara vanligt. Övertäckningen ger en indikation om hur intressant aktien är och därmed hur mycket handel det kommer vara i bolaget. Introduktioner har enligt respondenten mycket med psykologi att göra och investerare tenderar att teckna sig för betydligt fler aktier än vad de egentligen vill ha, detta är också en anledning till att vilja ha en stor övertäckning. Som respondenten påpekar så är framtagandet av intervallet ingen exakt vetenskap, dock anser han att intervallet inte bör vara så stort, i slutänden menar han att det är det utbud och efterfråga som styr. De större institutionernas efterfråga inom det aktuella intervallet menar respondenten styr priset och små aktieägare är mer eller mindre pristagare.

Vidare menar intervjuperson B att det genom att se på orderboken går att få en uppfattning om hur högt kursen går att sätta. Större investerare som köper aktier för stora summor är enligt respondenten mer priskänslig än andra, vilket gör att det inte är ovanligt att det i orderboken går att utläsa att en institution exempelvis köper x antal på 57 kr, y på 58 kr, z på 59 kr och noll över 59 kr. Intervjuperson B berättar att investmentbanken primärt strävar efter att hitta det rätta priset. Dock anser han att det är lite av en balansgång då de som ska köpa, d.v.s. institutionerna och små aktieägare vill ha ett så lågt pris som möjligt och säljaren, vem de nu kan tänktas vara, självklart vill ha ett så högt pris som möjligt. Respondenten uttrycker det på följande sätt: ”Vi, d.v.s. corporate finance-avdelningen, jobbar för säljarna och vill ju ha ett så högt pris som möjligt, medan analysen jobbar för sina kunder som vill ha ett så lågt pris som möjligt.”

Respondenten anser att det är svårt för en småsparare att utifrån enbart ett prospekt räkna ut värdet på ett bolag. Intervjuperson B anser dock att den som kan värdering absolut skulle kunna använda prospekten som grund för en värdering. Han nämner vidare att vid olika värderingsuppdrag så är årsredovisningen, vilken till stora delar innehåller samma information som ett prospekt, ibland det enda som investmentbankerna har tillgång till och det man får göra då är enligt respondenten att titta närmare på underliggande drivkrafter i branschen, bolagets position, konkurrenternas marginaler o.s.v. och utifrån det göra välgrundade antaganden och därigenom värdera bolaget. Som sagt anser dock respondenten att det kan var problematiskt för privatpersoner som inte har möjlighet att på något annat sätt finna information om hur exempelvis ledningen ser på framtiden. Ett råd som respondent ger är att titta på de analyser som investmentbankerna lämnar om företaget. Intervjuperson B berättar att alla investmentbanker som medverkar i introduktionen gör analyser av företaget som bl.a. baseras på företagsledningens tankar och prognoser. Dessa analyser finns sedan tillgängliga på den s.k. ”road show” som bolaget gör i och med introduktionen. Respondenten berättar vidare mer specifikt att ”road showen” innebär att företagsledningen under två veckor träffar olika investerare och presenterar bolaget och förklarar varför investerarna ska köpa aktier i deras bolag. Att de inte lämnar sådan information i själva prospekten menar intervjuperson B är en direkt effekt av rådande lagstiftning samt rädsla för stämningar i och med att det är bolaget styrelse som är ansvariga för prospekten och dess innehåll. Extremfallet menar respondenten är USA och prospekt som riktar sig till investerare där.

Hall's hypotes

Intervjuperson B tycker att Hall's hypotes är ett intressant synsätt, som respondenten själv dock aldrig tänkt på. I och med att intervjuperson B aldrig hört talas om Hall's hypotes berättar han att han rent generellt inte har något bra svar på om den kan tänkas stämma eller inte. I allmänhet anser respondenten dock att folk inte är intresserade av komplexa beräkningar utan håller sig till multiplar p.g.a. av de är enkla och går att jämföra.

Intervjuperson C - Riskkapitalbolag

Immateriella tillgångar

Intervjuperson C anser att i hans värld, d.v.s. inom ”private equity”- bolagen, har den ökade andelen immateriella tillgångar, då primärt goodwill, inte så stor betydelse. Han anser istället att det är en fokusering på resultatutveckling och kassaflödesutveckling. Respondenten anser

vidare att det är av mindre betydelse om goodwill finns i balansräkningen eller ej, och säger att det helt och hållet är en redovisningskonsekvens, vidare menar respondenten att han inte ser till immateriella tillgångar i balansräkningen vid värdering. Som exempel anger han att t.ex. kassaflödesvärderingen inte påverkas av goodwill. Rörande om investerar generellt tar hänsyn till goodwill eller inte, anser respondenten vara både och. Han menar att man måste skilja på utländska och svenska investerar rörande detta. Utländska investerar, då främst amerikanska, struntar i goodwill i och med att de numera gör "impairment tests" där istället för löpande avskrivningar på goodwill. I Sverige är det lite blandat hurvida investerar vid värderingen tar hänsyn till goodwill eller ej. Respondenten berättar att vissa investerar nog kollar P/E inklusive goodwill avskrivningar, ett tal som han menar inte får se allt för dåligt ut. Han berättar att de givetvis måste ha "koll" på goodwill avskrivningar, i och med att nästa års resultaträkning eventuellt kan bli tråkig p.g.a. att stora avskrivningar på goodwill, som respondenten C uttryckte det, "wipar ut" resultatet. Enligt aktiebolagslagen kan det till och med bli så att företaget försätts i konkurs om en stor goodwillnedskrivning leder till ett så dåligt resultat att aktiekapitalet förbrukas. Summerat anser respondenten att utländska investerar primärt struntar i goodwill medan det i Sverige kanske är 50/50 som tar hänsyn till goodwillavskrivningar. Det är dock väldigt osäkert med just hur många som tar hänsyn till goodwill och som inte gör det.

Det som intervjuperson C istället anser vara mer intressant är de immateriella tillgångar som inte uppfyller kraven enligt FAR för att få redovisas som en immateriell tillgång. Redovisningsmässig goodwill är en ren teknikalitet medan dessa andra är av betydligt större intresse, som exempel beskriver han ett företag som har en väldigt intressant forskningsportfölj. Forskningsportföljen kan då förväntas att skapa värde för företaget i framtiden, något som kan tas hänsyn till i prognoser om framtiden t.ex. för resultatet år 2007 då detta kan skrivas upp något p.g.a. de förväntade ökade intäkterna. De immateriella tillgångarna värderas inte var och en för sig (han ger som exempel varumärken), utan de blir en del i helheten. Det är svårt att kvantifiera dem men värderare kan känna sig något mer komfortabel i de prognoser och beräkningar han gjort, då det går att påvisa att de immateriella tillgångarna har en del i värdet. Immateriella tillgångar har därmed en betydelse då de påverkar framtida resultat och kassaflöden.

Företagsvärdering

Intervjuperson C:s bolag använder sig i grund och botten av en så kallad "buy-out"-modell. Denna innebär att de gör fulla prognoser för resultaträkning och balansräkning under en viss tid för att sedan kolla på vilket sätt det går att finansiera detta, d.v.s. hur mycket eget kapital de behöver skjuta till. De bedömer sedan vad de tror att det inskjutna kapitalet är värt i framtiden vid olika tänkta scenarion. Känslighetsanalyser utförs sålunda baserat på olika operativa scenarion samt baserat på olika exit-tidpunkter och olika exit-multipplar. Enligt respondenten är detta en typ av modell som alla "private equity"-bolag använder. Till modellen görs sedan en DCF-analys för att se att de inte ligger helt fel i värderingen. Problematiken med DCF-värderingen påpekas dock och respondenten nämner att de flesta bolag som handlas på börsen handlas till rabatt på DCF-värdet. Ett traditionellt verkstadsbolag på börsen brukar exempelvis säga handlas till 20 % "discount". Risken med att använda DCF-värderingar, menar respondenten, är att väldigt små justeringar på de parametrar som ingår ger ett väldigt stort utfall på själva värdet. Den diskonteringsränta som används är WACC, men respondenten säger även att det skiljer sig i hur värderarna kommer fram till sin WACC.

Rörande om det går att öronmärka kassaflöden menar respondenten att det är väldigt svårt. Kassaflödena är en effekt av volym, pris, kostnadsmassa, investeringar, förändringar i rörelsekapital, etc., d.v.s. kassaflödena är en följd av hur helheten samverkar (koncernen).

Respondenten menar att det är en balansgång huruvida värderingen av bolaget är "fair", d.v.s. rättvis. Å ena sidan vill de få ett så högt pris som möjligt men samtidigt vill de inte få skit för att kursen direkt efter introduktionen faller kraftigt. Balansgången ligger i att om kursen går upp kraftigt får de kritik från säljaren som tycker att de kunde ha såld företaget dyrare, och om kursen faller kraftigt får de kritik från institutionerna som köpt aktien. Enligt respondenten är det optimala om aktien handlas upp 5-10 procent de första veckorna, alla parter känner sig då nöjda.

Enligt respondent C används multiplar som "enterprise value" /EBITA eller EBITDA mest, men även goodwill justerat P/E används mycket vid relativvärderingen. Den nya multipeln EBITDAR anser respondenten vara ett vettigt mått för bolag med en sådan situation som multipeln behandlar då företaget varken bör vinna eller förlora på sin affärsstrategi d.v.s. om de äger eller leasar sina tillgångar. Förändringen av vilka multiplarna som används vid värderingar, menar respondenten, främst beror på att utländska investerare mer och mer gått mot kassaflödes relaterade multiplar och "enterprise value"-multiplar.

En summering och rangordning av de värderingsmodeller som är viktigast för respondentens bolag ger följande: (1) Den egna "buy-out" modellen (2) Multiplar (3) DCF-modeller.

Den egna modellen har sina klara fördelar i och med att de har som strategi att behålla bolagen en relativt kort, ungefär tid 3-5 år. I och med modellens uppbyggnad kan de laborera med olika "exit scenarion". Den egna "buy out"-modellen delar enligt respondenten samma operativa antaganden som även finns i DCF-modellerna. En stor skillnad är enligt respondenten att DCF-modellerna bygger på evig tid medan den egna modellen innebär att de flyttar "terminal value" till det år vid vilket exiten ligger.

Inför en börsnotering

Framtagningen av ett kursintervall vid en börsintroduktion är enligt respondent C ett samspel mellan tre parter. Han förklarar förfarandet genom att dela upp det i tre faser. Fas 1 är "vår värdering", d.v.s. private equity-bolagets. I fas 2 diskuterar vi vår värdering med vad de rådgivande investment bankerna anser om värderingen. Givet att vi och investment bankerna är eniga om ett prisintervall så leder detta till något som kallas "pre-marketing" vilket alltså sker innan börsprospekten ges ut, då träffar vi institutionella investerare som får ge sin syn på värdet av bolaget (fas 3). Baserat på inputen från institutionerna om vad som kan vara ett vettigt intervall görs sedan en uppskattning om huruvida vi tror att företaget, som respondenten uttryckte det, "kan flyga". Är uppfattningen att det kan "flyga" går de ut med intervallet i prospektet. Under själva anmälningsperioden sker sedan en såkallad "road show" då "management" reser runt och presenterar bolaget inför olika institutionella investerare. I samband med detta presenterar även investmentbankerna sina uppfattningar om bolaget och presenterar sina egna analyser av bolaget. Som tidigare nämnts bygger dessa på antaganden som av legala skäl inte kan anges i prospektet.

Respondenten anser att prospektet generellt ger en oerhört bra grundbild av företaget. Han menar dock att det inte går att värdera företaget enbart utifrån prospektet då värderingen i

många och mycket bygger på de framtida förväntningarna som finns på bolaget. Privatpersoner har en tuff sitta här då de inte har tillgång till "management" på samma sätt som institutionerna har och således inte heller har så stor vetskap om vad de tror om framtiden. Intervjuperson C säger att prospekten inte berättar någonting om framtiden och ger således väldigt lite vägledning, vilket han menar är en direkt konsekvens av risken och rädslan, hos de som utformar prospekten, för att bli stämnda. De prospekt som fanns för fem år sedan, menar respondenten, gav lite mer "gudiens" om framtiden medan dagens prospekt är mer eller mindre helt drivna av advokater, legalt utformade. För att få "gudiensen" berättar intervjuperson C att "management" ger presentationer om bolaget som ger "kött på benen" avseende det som står i prospekten. I samband med noteringen gör även investmentbankerna egna prognoser som bygger på de presentationer management givit om framtiden. Bankernas prognoser bygger alltså oftast på ledningens framtidsutsikter. Genom att bankernas prognoser tar hänsyn till framtida förväntningar som management har, kringgås enligt respondenten de legala svårigheterna som det innebär att skriva om detta i prospekten. Intervjuperson C berättar vidare att anledningen till att det inte finns några beräkningar med i prospekten bygger på samma tankegång som ovan d.v.s. risken att bli stämnda då de gör uttalanden om framtiden. Dessutom anser respondenten att även om det inte skulle finnas någon risk för stämningar skulle det vara ganska svårt att återge just en beräkning av t.ex. kursintervallet i och med att väldigt många faktorer spelar in. Han uttrycker det genom att säga att "*värdering är en art-form och inte någon science*" vilket således gör det svårt att visa beräkningarna. Personligen tycker respondenten att det skulle vara bra om prospekten gav mer "guidance" om framtiden.

Orderboken innehåller information om vilka investerare som är villiga att teckna aktien och till vilket pris de är villiga att göra detta. Det är mycket taktik inblandat i hur många aktier som tecknas, oftast sätter en investerare upp sig för fler aktier än vad han egentligen vill ha då de tror att aktien kommer att övertecknas. Vill någon ha 100 aktier kanske han sätter upp sig för 150. I orderboken ser sedan säljaren och banker vilken den rätta prisnivån är. Hur stor överteckning en aktie bör ha för att den ska introduceras är lite olika. Intervjuperson C menar att det exempelvis beroende på vem som satt upp sig som köpare. Han anser dock att företaget i alla fall bör vara tecknad 2 ggr, detta då om den inte är övertecknad och vissa investerare vill sälja direkt på introduktionsdagen så måste det finnas någon som vill köpa aktien. Kvaliteten i orderboken är mycket viktig. En del har ett kortsiktigt och andra ett långsiktigt intresse i aktien, vilket säljaren vill ha (långsiktigt eller kortsiktigt ägande) menar intervjuperson C är svårt att säga. Initialt behövs båda typerna av investerare, den första kategorin för att få likviditet i aktien och den andra kategorin, som står för långsiktigt ägande, för att ge aktien viss trygghet. Långsiktigt ägande är vad företaget i grunden vill ha enligt respondenten.

Hall's hypotes

Intervjuperson C:s första reaktion på Hall's hypotes är att den känns väldigt teoretiskt. Det är enligt honom väldigt svårt att särskilja vart ifrån värdet i ett företag kommer. Det bokförda värdet påverkas exempelvis av vilken avskrivningsmetod företaget använder och om de skriver av en maskin i snabbare takt än vad den förbrukas kommer en del av värdeskillnaden mellan marknadsvärde och bokförtvärde ligga i det att maskinen inte värderas till det den egentligen är värd. Intervjuperson C menar att det är omöjligt att dela upp värdet på det här sättet i och med att företaget är en "going concern".

Intervjuperson D – Riskkapitalbolag

Immateriella tillgångar

Intervjuperson D tror att den ökade andelen immateriella tillgångar och då främst goodwill kan orsaka problem vid värdering av bolag men är inte säker på att det måste vara så. De företag som har stor andel immateriella tillgångar blir svårare att värdera då immateriella tillgångar tillskillnad från materiella tillgångar på ett annat sätt måste uppskattas och dess rimlighet bestämmas enligt respondent D. Som exempel nämner respondenten att ett företag som har 100 i varulager nästan alltid kan sälja det till i alla fall 70 % och på så sätt få in pengar men att det med immateriella tillgångar är svårare. För att kunna göra en riktig värdering av ett bolag med immateriella tillgångar anser intervjuperson D att värderaren måste förstå bolaget och dess verksamhet på ett helt annat sätt. Är det dock ett sunt bolag behöver inte de immateriella tillgångarna vara något direkt problem då det troligtvis redan från början är värderade på ett riktigt sätt. När värdet på ett bolag bestäms är det viktigast att titta på förmågan hos företaget att leverera framtida kassaflöden. Det absolut lägsta värdet ett bolag får är det som de tillgångar som finns i balansräkningen kan säljas för.

Intervjuperson D talar, genom ett exempel där två företag jämförs, om hur goodwill värderas på börsen. Han tror att ett bolag med endast materiella tillgångar vanligtvis värderas något högre än ett innehållande både materiella- och immateriella tillgångar om bolagen i övrigt är helt lika. Om ett bolag har 50 i varulager och 50 i goodwill och ett annat bolag har 100 i varulager så bör det med endast varulager värderas något högre. Om det ena företaget har 100 i varulager och det andra har 100 i varulager samt 50 i goodwill så bör dock det sistnämnda företaget värderas högre. För att få en så riktig uppskattning av ett företags värde som möjligt anser respondenten att värderaren bör justera för goodwill för att sedan se till vad de justerade multiplar säger. Han anser dock att det är viktigt att göra en ojusterad värdering som jämförelse, då värderaren lättare ser den påverkan som goodwillen har.

Immateriella tillgångar som inte uppfyller kraven enligt RR15 för att få redovisas som sådana anser intervjuperson D viktiga då även dessa skapar värden i bolaget.

Företagsvärdering

Intervjuperson D säger att ”private equity”-bolagen givetvis har en egen uppfattning om vilket värdet på ett bolag bör vara, men att det är investmentbankerna som mer eller mindre bestämmer vilket värdet tillslut blir. Genom att välja vilka investmentbanker som gör värderingen kan intervjuperson D:s företag påverka vilket värdet blir: *”Vet vi att det är en bank som gör bra multipelanalyser och en annan som gör bra DCF-analyser så anlitar vi båda två för att få en bra uppfattning om vad värdet på bolaget ska vara.”* Vilka värderingsmodeller som används är dock upp till investmentbankerna som respondenten menar besitter den kompetens som behövs för att använda den eller de modeller som ger företaget i fråga det mest rättvisande värdet. Dessutom säger han att: *”om inte investmentbankerna tycker att det är något bra intervall så vill ju inte de ringa sina kunder och sälja bolaget utan de får mer eller mindre bestämma”*.

Även vilka multiplar som används är enligt respondent D upp till den investmentbank som anlitas. De multiplar som passar det specifika bolag bäst väljs baserat på tidigare erfarenheter och kompetens.

Inför en börsnotering

När ett kursintervall ska tas fram anlitar intervjuperson D:s riskkapitalbolag investmentbanker som talar om för dem hur mycket det aktuella bolaget är värt baserat på egna analyser. Institutionella investerare får sedan ge input till detta och ge sin syn på vad företaget är värt. Baserat på dessa värderingar ser man vart någonstans intervallet hamnar. Att storleken på intervallet är olika menar respondenten beror på den osäkerhet som upplevs när investerare värderar bolaget, ett stort intervall betyder en större osäkerhet. Osäkerheten består också i att det är svårbedömt hur bolaget kommer att kunna positionera sig på marknaden samt att det kan vara svårt att hitta jämförbara bolag.

Respondenten tycker att prospekten ger en mycket bra grund för att kunna värdera ett bolag. Att framtida prognoser saknas tycker han inte gör något då, som intervjuperson D, uttrycker det *”det enda man vet om framtida prognoser är att de kommer att slå fel”*. Anledningen till att de inte finns med i prospekten är att enligt nuvarande lag att allt som står i prospekten skall vara fakta. De framtida prognoserna skulle garantera att vissa saker inträffar och företaget skulle riskera att bli stämnda om detta inte inträffade. Rörande prospektens användbarhet för privatpersoner tycker han inte att det behövs någon lagändring då många av de privatpersoner som investerar inte kan speciellt mycket om företagsvärdering. De skulle således kunna tro att det som skrivs om framtiden är det som verkligen kommer att hända och detta skulle innebära att det inte gjorde några egna analyser och på så sätt till viss mån blir lurade av den extra informationen. Intervjuperson D säger att om det gick att skriva vad som helst i prospekten skulle de kunna utformas på det sätt som gagnar säljarna mest, d.v.s. sätta ett så högt pris som möjligt.

Prognoser om framtiden som kommer från företagen ger endast en liten indikation om vad som verkligen kommer att hända. Respondent D säger att: *”vi är professionella och rannsakar alltid de prognoser som vi får för att kunna göra en rimlig uppskattning om vad framtiden för med sig”*. Prognoserna som respondentens företag gör bygger på en s.k. *”due dilligens”* där ett eget *”case”* byggs upp efter en extremt noggrann genomgång av allt som finns i företagets papper så som redovisning, avtal etc.

Efter det att ett intervall har satts så går de ut till investerarna och frågar hur många som vill köpa till de olika priserna i intervallet. Respondenten berättar att: *”Det blir lite av en auktion där köparna får säga att till priset x köper jag si och så många, om det är väldigt många som vill köpa går man vidare till nästa prisnivå och kolla hur intresset ser ut där.”* Det högsta pris som har tillräckligt många köpare (generellt i branschen en övertäckning på 2 ggr) blir det slutliga priset till vilket introduktionen sker.

Hall's hypotes

Respondenten D känner inte till Hall's hypotes, men han tror inte att det finns ett sådant direkt samband mellan företagets börsvärde och dess redovisade värde. Eftersom han inte hört talas om hypotesen har han dock svårt att uttala sig ytterligare om den.

Bilaga 2



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Intervjufrågor

Frågor rörande immateriella tillgångar och dess inverkan på aktieprissättning vid nyintroduktioner. Till en Magisteruppsats inom redovisning och revision.

1. Hur tycker du att den ökande andelen immateriella tillgångarna i företagens balansräkningar påverkar företagsvärdering?
2. Tycker du att det är ett problem att inte allt som kan betraktas som immateriella tillgångar får redovisas?
3. Anser du att skillnaden mellan svensk och ex. amerikansk redovisning av immateriella tillgångar påverkar värdering?
4. Vad tycker du om svensk redovisning av goodwill?
5. Beskriv hur ni hanterar det kursintervall som ges vid en börsintroduktion?
6. Vilka värderingsmodeller använder ni generellt vid företagsvärdering samt vilka fördelar och brister har de olika modellerna?
Finns det ytterligare aspekter du anser viktiga att ta hänsyn till?
7. Vad tycker du ett börsprospekt ger för information vid en värdering av företaget, får privatpersoner det underlag som krävs för ett välgrundat beslut?
8. Vi har läst om något som kallas anbudsförfarande, förklara vad du anser att detta är.
9. En hypotes av en forskare vid namn Hall säger att skillnaden mellan ett företags börsvärde och redovisade värde är direkt hänförligt till immateriella tillgångar, hur ställer du dig till ett sådant uttalande? Är detta en möjlighet, varför, varför inte?

Tack för din medverkan!

Mvh. Emil Pettersson
Christian Svetlik