



EKONOMIHÖGSKOLAN  
Lunds universitet

# Strategi vid aktieplaceringar

- en studie av lönsamma företag på Stockholmsbörsen -

Kandidatuppsats  
Framlagd januari 2004 inom ämnet  
**Finansiering**

**Handledare:**

Tore Eriksson

**Författare:**

Marko Dolenc  
Jonas Lindberg  
Ola Lundqvist  
Patrik Winqvist

# SAMMANFATTNING

- Uppsatsens titel:** Strategi vid aktieplaceringar  
- En studie av lönsamma företag på Stockholmsbörsen
- Seminariedatum:** Tisdagen den 13 januari 2004
- Ämne/kurs:** FEK 581 Kandidatseminarium, 10 poäng
- Författare:** Marko Dolenc, Jonas Lindberg, Ola Lundqvist & Patrik Winquist
- Handledare:** Tore Eriksson
- Företag:** Nokia, Munters, Peab, New Wave, Swedish Match, Fenix, Latour, Wallenstam, Heba, Hennes & Mauritz, Föreningssparbanken, Bergman & Beving, Lindex, HL Display och Elektronikgruppen.
- Fem nyckelord:** Räntabilitet på eget kapital, nyckeltal, effektiva marknader, aktier, lönsamhet
- Syfte:** Vårt syfte med detta arbete är att se om vi kan finna faktorer som skiljer lönsamma företag som går bra på Stockholmsbörsen från lönsamma företag som inte går bra. Med hjälp av dessa faktorer ska man förhoppningsvis kunna göra företagsvärderingar som i sin tur leder till placeringar som går bättre än index över
- Metod:** Uppsatsen bygger på en kvalitativ studie av bolag noterade på Stockholmsbörsen. Angreppssättet är av induktiv karaktär där vi försöker upptäcka mönster i det material vi studerar.
- Slutsatser:** Vi ville besvara frågeställningen; vad skiljer lönsamma företag som går bra på börsen från dem som inte gör det? När man ser på de enskilda faktorerna utmärker sig Re, rörelsemarginal, utdelning, omsättningstillväxt till fördel för vinnarna som ligger högre. Tidigare kursutveckling har haft betydelse för båda grupperna och kan ge en indikation på en övervärdering eller undervärdering.

## **ABSTRACT**

<b>Title:</b>	Strategies in Stockpicking
<b>Authors:</b>	Marko Dolenc, Jonas Lindberg, Ola Lundqvist & Patrik Winquist
<b>Advisor/s:</b>	Tore Eriksson
<b>Course:</b>	Bachelor thesis in business administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
<b>Date:</b>	January 13th 2004
<b>Key words:</b>	Return on Equity, Efficient Market, Stocks, Business ratio and Profitability
<b>Purpose:</b>	Our purpose with this study is to try to identify key factors which differ between profitable companies whos stocks perform well on the stockmarket and other profitable companies. With the help of these factors one would hopefully be able to make qualified valuation of companies. These valuations will be helpfull when making investment decisions.
<b>Methodology:</b>	We use a qualitative method when examining the factors. By the inductive approach we intend to discover patterns in the studied material.
<b>Conclusions:</b>	We have analyzed 11 different factors on 15 different companies. We found that the factors alone do not provide enough guidance. When used together they provide helpfull information regarding companyvalue.

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1 INLEDNING</b> .....	<b>6</b>
1.1 BAKGRUND.....	7
1.2 PROBLEMFÖRMULERING.....	8
1.3 SYFTE.....	8
1.4 AVGRÄNSNINGAR.....	8
1.5 MÅLGRUPP.....	9
1.6 DISPOSITION.....	10
<b>2 METOD</b> .....	<b>11</b>
2.1 UNDERSÖKNINGSANSATS.....	11
2.1.1 Vår undersökningsansats.....	11
2.2 UNDERSÖKNINGSMETOD.....	11
2.2.1 Kvalitativ undersökningsmetod.....	11
2.2.2 Kvantitativ undersökningsmetod.....	12
2.2.3 Kombination av kvalitativ och kvantitativ undersökningsmetod.....	12
2.2.4 Vår undersökningsmetod.....	12
2.2.5 Reliabilitet.....	13
2.2.6 Validitet.....	13
2.2.7 Vår undersöknings reliabilitet och validitet.....	13
2.3 KÄLLANALYS.....	14
2.3.1 Källkritik.....	14
2.4 HANDGRIPLIGT ANGREPPSSÄTT.....	14
2.4.1 Urval.....	14
2.4.2 Fortsatt arbetsgång.....	16
2.4.3 Alternativt angreppssätt.....	16
<b>3 PRAKTISK REFERENSRAM</b> .....	<b>17</b>
3.1 PRAKTISK REFERENSRAM.....	17
3.2 RÄNTABILITET PÅ EGET KAPITAL.....	19
<b>4 TEORI</b> .....	<b>21</b>
4.1 MARKNADENS EFFEKTIVITET.....	21
4.1.1 Över- & Underreaktion.....	23
4.2 TIDIGARE FORSKNING.....	24
4.2.1 Vilka faktorer och metoder finansanalytiker använder.....	24
<b>5 GENOMGÅNG AV FAKTORER</b> .....	<b>26</b>
5.1 RÄNTABILITET PÅ EGET KAPITAL.....	26
5.1.1 Genomgång av företagets räntabilitet på eget kapital.....	27
5.2 SOLIDITET.....	27
5.2.1 Genomgång av företagets soliditet.....	28
5.3 EGET KAPITAL PER AKTIE.....	29
5.3.1 Genomgång av företagets eget kapital per aktie.....	30
5.4 BRUTTOVINSTMARGINAL.....	31
5.4.1 Genomgång av företagets bruttovinstmarginal.....	31
5.5 RÖRELSEMARGINAL.....	31
5.5.1 Genomgång av företagets rörelsemarginal.....	32
5.6 STORLEK.....	32
5.6.1 Genomgång av företagets storlek.....	32
5.7 OMSÄTTNINGSTILLVÄXT.....	33
5.7.1 Genomgång av företagets omsättningstillväxt.....	33
5.8 P/E TAL.....	33
5.8.1 Genomgång av företagets P/e tal.....	34
5.9 UTDELNING.....	34
5.9.1 Genomgång av företagets utdelning.....	35

5.10 BRANSCH.....	35
5.10.1 Verkstad .....	36
5.10.2 Bankerna .....	36
5.10.3 Telekom .....	36
5.10.4 Investmentbolag .....	36
5.10.5 Fastighet .....	37
5.10.6 Handel.....	37
5.11 KURSUTVECKLING ÅRET FÖRE UNDERSÖKNINGEN .....	37
<b>6 GENOMGÅNG AV FÖRETAGEN.....</b>	<b>39</b>
6.1 GENOMGÅNG AV VINNARNA.....	39
6.1.1 Nokia.....	40
6.1.2 Munters .....	41
6.1.3 Peab .....	41
6.1.4 New Wave.....	42
6.1.5 Swedish Match .....	43
6.1.6 Fenix .....	44
6.1.7 Latour.....	44
6.1.8 Wallenstam.....	45
6.1.9 Heba.....	45
6.1.10 Hennes & Mauritz.....	46
6.2 GENOMGÅNG AV FÖRLORARNA .....	47
6.2.1 Föreningssparbanken.....	47
6.2.2 Bergman & Beving.....	48
6.2.3 Lindex.....	49
6.2.4 HL Display.....	49
6.2.5 Elektronikgruppen.....	50
<b>7 ANALYS.....</b>	<b>52</b>
7.1 INLEDANDE ANALYS .....	52
7.2 BETYDELSEFULLA FAKTORER.....	52
7.3 MINDRE BETYDELSEFULLA FAKTORER .....	54
7.4 FORTSATT ANALYS .....	55
7.5 AKTIEKURSERNAS FÖRUTSÄGBARHET .....	56
7.6 SAMVERKAN MELLAN FAKTORER .....	57
<b>8 SLUTSATS.....</b>	<b>58</b>
8.1 FRAMTIDA FORSKNING .....	59
<b>KÄLLFÖRTECKNING.....</b>	<b>60</b>
BÖCKER.....	60
ARTIKLAR.....	61
FÖRETAGSMATERIAL .....	61
ELEKTRONISKA KÄLLOR.....	62
ÖVRIGA KÄLLOR.....	62
<b>BILAGOR.....</b>	<b>63</b>

# 1 Inledning

---

*I detta kapitel går vi igenom varför vi valt vårt ämne och varför vi tycker det är intressant. Dessutom framgår det vilken typ av uppsats vi har skrivit. Här finner ni också en disposition på slutet som är till för att underlätta läsandet av uppsatsen och förtydliga hur vi lagt upp skrivandet.*

---

*"Ja, visst kan det tänkas en bättre värld, men det är denna som finns." /Artur Lundkvist*

Hur lyckas man på börsen? Den gyllene regeln lyder, köp när det är billigt och sälj när det är dyrt. Men det är lättare sagt än gjort. Tusentals fondförvaltare och experter har försökt men det är få som har lyckas slå index under en längre period. Wall Street Journal jämförde en pilkastande apa med börsanalytiker. Apan lyckades lika bra, ibland bättre än proffsen, på att hitta vinnande aktier.<sup>1</sup> Vi är dock övertygade om att skicklighet lönar sig när man placerar i aktier. En av världens rikaste män, Warren Buffett tjänade hela sin förmögenhet på aktier under en 35 års period. Under denna tid var hans genomsnittliga årliga avkastning nästan 30 %<sup>2</sup> – vi tror inte det berodde på tur.

Den som satsade 1000 kr i Hennes & Mauritz aktier för 25 år sedan har idag ett kapital på 1,5 Mkr. Tyvärr kan man inte göra dessa placeringar retroaktivt. Fanns det tecken för 20 år sedan som kunde ha gett en fingervisning om att det skulle bli en bra placering? Kan man hitta morgondagens Hennes & Mauritz?<sup>3</sup>

En expert kan säga att det är dags att sälja Ericsson, samtidigt som en annan säger köp. Kanske är detta den största svårigheten att det helt enkelt finns för många tips. Varje gång du köper en aktie finns det en motpart som har kommit fram till exakt raka motsatsen. Anledningen till detta är att det finns så många olika värderingsmetoder och beroende på vilket framtidsscenario man målar upp, kan bolaget vara kraftigt undervärderat eller köpvärt. Vem som sedan har rätt kan bara framtiden utvisa.

Vi anser att man inte kan hitta vinnare med hjälp av en enkel formel. Ett företag är mycket mer komplext än så, det är många faktorer som måste vägas in. Man måste ta hänsyn till omsättningstillväxt, vilken bransch man verkar i och mycket annat. Vi tror att genom att undersöka de företag som har haft en hög avkastning på eget kapital ska man kunna finna lönsamma företag som är undervärderade. Vi är övertygade om att bra företag är ofta bättre och dåliga företag är ofta sämre än de framstår. Detta eftersom vinstföretag ofta vill minska sina stora vinster av skatteskäl och företag som gör förluster vill minska dessa för att visa upp sig för investerare.

---

<sup>1</sup> Åsgård Lasse & Ellgren Christer, *Börsen har alltid fel – spara i aktier och fonder* (1999), s. 184.

<sup>2</sup> Arnold, Glen *Corporate Financial Management* (2002) s. 626f.

<sup>3</sup> Wilke, Björn, *Sätt fart på pengarna* (1999), s. 23.

Vår ambition med uppsatsen är att hitta vinnarna på börsen på lite längre sikt. Istället för att se på alla de aktier som har stigit mest, vill vi ha en substans i bolagen vi undersöker. Detta för att inte riskera att få med bolag som Framfab, som var ofantligt övervärderat. Företag som vi ämnar undersöka blir de företag som på lång sikt har en stabil avkastning på eget kapital.

Vi har valt att undersöka lönsamma företag eftersom de redan har bevisat att de kan driva sin verksamhet med vinst. Många nystartade företag som aldrig har visat vinst underskattar svårigheten med att kunna driva sin rörelse med lönsamhet. Företag värderas framförallt efter sina vinster, antingen de tjänas in idag eller beräknas komma i framtiden. Men bolagets värde ligger slutligen i vilken vinst som kan genereras. Genom att endast granska de bolag som är lönsamma kan man gå miste om många kursraketer men samtidigt undviker man de största fallen.

Vår filosofi om företagandet är att man ser till vinsterna i första hand och tillväxt i andra hand. Anledningen såg vi under 1999 och 2000, då företag som gjorde förluster värderades skyhögt bara på grund av sin försäljningsökning. Så småningom sprack denna strategi och fallet blev hårt.

Företag blir ofta kritiserade för att alltför ensidigt jaga vinster. Detta fastän vinsten inte är något annat än ett effektivitetsmått på hela organisationens prestation. Vinsten är det som motsvarar fotbollslagets serieplacering. För att nå de bästa resultaten är de flesta eniga om att alla spelare måste göra individuella topprestationer, samtidigt som de fungerar optimalt tillsammans. Men företagande är ofta föremål för många nya och mindre beprövade framgångsteorier. Man tror att man kan bli framgångsrik bara genom att införa en ensidig åtgärd som outsourcing, nytt affärssystem eller att vinsten är mindre betydelsefull eftersom först måste expansionen och marknadsdominansen prioriteras. Men det finns inga genvägar till framgång inom företagande. Det är bara ett hårt och målmedvetet arbete av alla anställda inom alla företagets olika funktioner som i längden möjliggör framgång. Vinsten är den bästa värdemätaren och den enda försäkringen för att företaget ska finnas kvar i framtiden.<sup>4</sup>

## 1.1 Bakgrund

Aktievärdering förändras över tiden. Under IT-hysterin kunde man inte värdera dessa bolag efter vinsterna, för de hade inga. Man tittade istället på försäljningsökningen, men en försäljning utan lönsamhet är meningslös, det är som att sälja 1-kronor för 50 öre. Givetvis finns det många köpare då värdet man får är betydligt högre än priset man betalar, men det är inte hållbart i längden. Man fokuserade på drömmar och förhoppningar men det straffade sig då börsbubblan sprack. Nu har man återgått till mer fundamentala värderingsmetoder.

På detta sätt har man ständigt ändrat fokus. På 50-talet använde man framförallt substansvärdering. På 60-talet blev det populärt med P/e tal och företag med ljusa

---

<sup>4</sup> Nibes VD i årsredovisningen för 2002

framtidsutsikter. 10 år senare var det dags att fokusera på utdelningstillväxt ett tag tills man på 80-talet hittade en del helt nya värderingsmetoder. Senare på 90-talet såg man mer till vilket värde man hade skapat för aktieägarna och då uppstod Share Holder Value.<sup>5</sup>

## 1.2 Problemformulering

Problemet som ligger till grund för denna uppsats är ganska subjektivt. Det finns ingen direkt metod för att lyckas med en investering. Det finns råd och tips om hur och vad man ska och inte ska investera i, men hur man direkt ska lyckas på aktiemarknaden är ganska svårt att sammanställa. Det finns många olika teorier om hur man ska fastställa ett företags värde men vilken ska man förlita sig på? Ett företags framtid kan bero på många olika faktorer därför är det svårt att veta hur det kommer att se ut de närmaste åren. Hur stor betydelse har det för en aktieplacering om företaget går bra? Ett företag kan hålla en stabil nivå på en rad väsentliga faktorer, exempelvis räntabilitet på eget kapital och soliditet, men detta behöver inte betyda att aktiekursen ökar eller att utdelningen är särskilt hög. Detta gäller framförallt på kort sikt. På längre sikt spelar de nyss nämnda faktorerna större roll. En viktig fråga vid placeringsstrategier är om man kan se tecken på att ett lönsamt bolag som inte gått bra på börserna kommer överstiga index i framtiden? Går det att urskilja dessa faktorer och spelar dessa faktorer någon roll?

## 1.3 Syfte

Vårt syfte med detta arbete är att se om vi kan finna faktorer som skiljer lönsamma företag som går bra på Stockholmsbörsen från lönsamma företag som inte går bra. Med hjälp av dessa faktorer ska man förhoppningsvis kunna göra företagsvärderingar som i sin tur leder till placeringar som går bättre än index över tiden.

## 1.4 Avgränsningar

En av de avgränsningar vi gör för att kunna uppfylla vårt syfte är att begränsa tiden. Vi har valt att undersöka femårsperioden 1998-01-01 till 2002-12-31. En av anledningarna är att de allra flesta analytiker anser att en femårsperiod ger en tillräckligt tydlig bild av företaget. Konsekvensen blir att företag med kortare tid på börserna inte kommer att ingå i vårt urvalsunderlag. Vi avgränsar oss i arbetet genom att inte syna de bolag på de mindre listorna såsom Nya marknaden, utan endast samtliga på A och O listorna. Anledningen är att bolagen på dessa listor ofta är små och har kortare historia. Oftast är handeln så liten på dessa listor att jämförelser blir svåra. Vi kommer inte att ta upp betavärde som en särskild faktor, däremot kommer vi kort kommentera det i slutsatsen för att belysa vilken risk vi tagit.

---

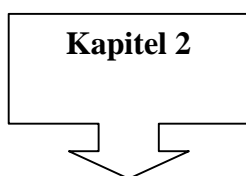
<sup>5</sup> Föreläsninganteckningar Tore Eriksson, Hösten 2003 Lunds Universitet



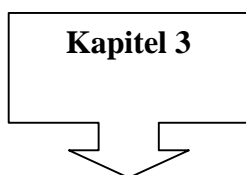
## 1.5 Målgrupp

Vårt arbete vänder sig till studenter som är intresserade av aktieplaceringar och vill ha en bredare bakgrund inför sina investeringsbeslut. Vi vill även ge andra med baskunskaper i finansiering och aktiehandel enkla riktlinjer och nya infallsvinklar för framtida placeringar.

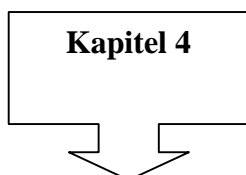
## 1.6 Disposition



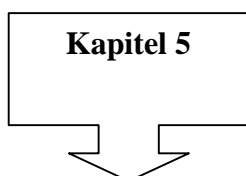
Nu går vi igenom vilka olika metoder vi använder i genomförandet av uppsatsen, samt diskuterar alternativa angreppssätt. Vi tar även upp källkritik.



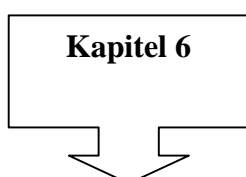
Här ger vi läsaren en praktisk referensram för att skapa en förståelse för det förhållande som rådde under vår undersökningsperiod.



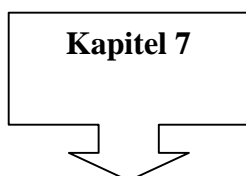
Teorikapitlet tar upp relevant teori och behandlar de områden vi anser viktiga för att läsaren ska få en förståelse för uppsatsen. Vi belyser även vad finansanalytiker anser vara viktiga aspekter vid aktieplaceringar.



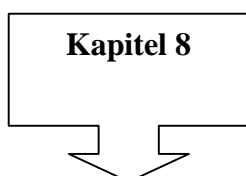
I detta kapitel går vi igenom de olika faktorerna vi valt att undersöka och varför. Vi har även kortfattat förklarat faktorerna samt givit en teoretisk bakgrund.



Här går vi igenom vinnarna och förlorarna. För varje företag har vi plockat ut de enskilda faktorer vi anser vara mest relevanta för deras uppgång och fall.



Här analyserar vi resultaten vi kommit fram till samt drar paralleller mellan empiri och teori.



I detta kapitel presenterar vi slutsatserna vi drar av undersökningen. Dessutom kommer vi att ge förslag till vidare forskning.

## 2 Metod

---

*I kapitel två presenteras tillvägagångssättet som använts vid materialinsamlingen. Vi kommer att beskriva urvalsförfarandet, diskutera undersökningens validitet respektive reliabilitet. Vi går igenom den undersökningsmetod vi använt oss av för att uppfylla syftet.*

---

*"Du kan uppnå vad som helst i livet, förutsatt att du struntar i vem som får äran." /Harry S Truman*

### 2.1 Undersökningsansats

Det finns två olika sätt att angripa ett samhällsperspektiv, nämligen induktiv och deduktiv metod. Induktiv metod innebär observation av konkreta ting eller upptäckens väg mot det som ska studeras. Den deduktiva metoden innebär att man utgår från redan befintliga teorier som testas med nya hypoteser. Detta för att pröva dess hållbarhet och tillit.<sup>6</sup>

#### 2.1.1 Vår undersökningsansats

Vi använder den induktiva metoden i vår uppsats. Vi vill inte testa redan utnämnda teorier med nya hypoteser utan istället försöka upptäcka mönster i det material vi studerar. Dock stödjer vi oss av utnämnda resonemang som en vägledning genom vårt arbete.

### 2.2 Undersökningsmetod

#### 2.2.1 Kvalitativ undersökningsmetod

En kvalitativ undersökning förknippas oftast med en intervju och där närheten mellan intervjupersonen och forskaren är naturlig. Styrkan i en kvalitativ undersökning är styrningen. I denna typ av undersökning krävs det inte någon styrning utan vad som eftersträvas är mer stora och öppna problem som man försöker få svar på. Syftet blir alltså istället att materialet eller intervjupersonerna berättar om informationen inom frågornas referensramar. Syftet ska vidare vara att öka informationsvärdet och skapa en grund som ger möjlighet för djupare och mer fullständiga uppfattningar om det man undersöker. Vidare måste man i en kvalitativ undersökning ändra på själva genomförandet och vara flexibel för att återspegla syftet med själva undersökningen. En annan fördel med en kvalitativ

---

<sup>6</sup> Holme, Idar & Solvang, Bernt, *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s.51.

undersökning är att man minimerar problemet med att få ogiltig information då validiteten blir högre. I denna undersökning intresserar man sig för sammanhang och strukturer i det man undersöker.<sup>7</sup>

### 2.2.2 Kvantitativ undersökningsmetod

Kvantitativa undersökningar ger undersökaren lite kunskaper om mycket. Man ser fenomenet ur ett brett perspektiv. Med hjälp av resultaten kan man förklara olika händelser eller företeelser men man får inte någon djupare förståelse. Det blir följaktligen en smalare information än vid en kvalitativ undersökning. Vidare görs en kvantitativ undersökning utifrån syftets utformning. Undersökningen bygger på redan i förväg fastställda frågor där övrig information blir irrelevant. En annan viktig faktor för denna undersökningsmetod är att man inriktar sig på att förklara åtskilda variabler.<sup>8</sup>

### 2.2.3 Kombination av kvalitativ och kvantitativ undersökningsmetod

Fördelen med att använda en kombination mellan kvantitativ och kvalitativ undersökning är att de båda metoderna berikar varandra och ger en bättre förståelse. Därför finns det mycket att vinna genom en kombination av dessa båda metoder.<sup>9</sup>

### 2.2.4 Vår undersökningsmetod

Vår undersökning bygger i största del på en kvalitativ undersökningsmetod. Som vi tidigare nämnt anser vi att aktievärdering är komplicerat. Av den orsaken behöver vi en djupare förståelse för företagen och då anser vi att den kvalitativa metoden är mest lämplig. Därför undersöker vi flera faktorer och deras samspel med varandra. Men då de i förväg är utnämnda och vi inte tar hänsyn till andra faktorer har undersökningen vissa kvantitativa drag.

---

<sup>7</sup> Holme, Idar & Solvang, Bernt, *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s.99ff

<sup>8</sup> Holme, Idar & Solvang, Bernt, *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s.150

<sup>9</sup> Holme, Idar & Solvang, Bernt, *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s.85

## 2.2.5 Reliabilitet

Begreppet reliabilitet innebär hur pålitlig undersökningens material är. Det vill säga hur pålitlig är informationen som undersökningen bygger på. Ett sätt att mäta undersökningens reliabilitet är om oberoende undersökningar som ska testa samma fenomen kommer fram till likartade resultat. För att tillgodose en undersöknings pålitlighet är det viktigt att från början granska allt material som ligger till grund för undersökningen på ett kritiskt sätt. Det bästa alternativet är emellertid att undersökningen genomförs av andra forskare vid en helt annan tidpunkt. Blir resultatet detsamma ökar också dess pålitlighet.<sup>10</sup>

## 2.2.6 Validitet

För att en undersöknings resultat ska kunna påvisa något samband krävs det inte bara att informationen som används är pålitlig, den måste också vara valid. Det vill säga att rätt information har testats och är relevant mot undersökningens syfte. Det gäller att informationen som testas inte mäter något annat än vad syftet är. Det är lättare att uppnå validitet vid kvalitativa undersökningsmetoder eftersom man kommer närmare det studerade objektet. Det i sig kan även försvåra då det kan ge undersökaren förutfattade meningar.<sup>11</sup>

## 2.2.7 Vår undersöknings reliabilitet och validitet

Vad gäller informationen vi undersöker anser vi att denna har en hög grad av reliabilitet. Mycket av vår informationsinsamling har skett ifrån årsredovisningar. Vad som står i dessa är till viss del styrt av lagar och normer vilket styrker sanningshalten ytterligare. Våra urvalsmetodens olika filter redogör vi för nedan i texten. Dock föreligger det en subjektiv bedömning i vad vi väljer att undersöka i vårt arbete. Vad som stärker arbetets validitet är de faktorer och nyckeltal som redan används av börsanalytiker och övriga kända teoretiker inom finansiering, som vi valt att belysa i vår uppsats. En del av dessa faktorer har använts under en ganska lång period vilket höjer relevansen, medan vissa faktorer har varierat och ersatts med tiden vilket bidrar till att graden av validitet minskar.

Det har varit av stor vikt för oss att uppnå en hög validitet i undersökningen. Därför har det varit ett tidskrävande arbete att få fram vilka faktorer som bäst belyser ett företags värde. En man som blivit av med sina nycklar i skogen kan genomsöka varje vrå i sitt hus. Han kommer ändå aldrig att hitta dem eftersom han letar på fel plats. På samma sätt ville inte vi undersöka faktorer som inte var relevanta. Vi ville göra en undersökning som på bästa möjliga sätt skulle visa ett verkligt värde hos företagen. Därför har processen varit utdragen med långa

---

<sup>10</sup> Holme, Idar & Solvang, Bernt, *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s.166ff

<sup>11</sup> Holme, Idar & Solvang, Bernt, *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s.166ff

diskussioner för att hitta de rätta faktorerna. Vi är därför övertygade om att validiteten i denna undersökning är hög och att vi väl belyser det vi vill återge.

## 2.3 Källanalys

All information återges i olika källor med olika syften. Dessa kan vara av olika slag, normativa eller kognitiva. Det är viktigt att man inte hamnar i förmedlarens händer och fångas upp av allt som sägs och har skrivits. Är en källa skriven i kognitiv form är den beskrivande och om det handlar om framtiden är den förutsägande. Om källan däremot är normativ är den värderande och för framtiden blir den målinriktad. Det spelar alltså roll vem som har skrivit informationen och till vem den är riktad. Detta har stor betydelse för vårt arbete då vi måste ha så objektiva fakta om företagen som möjligt för att undersökningen ska bli så uppriktig som möjligt.<sup>12</sup>

### 2.3.1 Källkritik

Informationen vi har analyserat har vi hämtat från årsredovisningar, hemsidor från respektive företag samt Dagens Industri och Stockholmsbörsens hemsidor, litteratur och SIX-Trust, som finns tillgängligt i LINC-rummet.<sup>13</sup> Informationen i detta system är dock inte justerat för utdelning<sup>14</sup>. Det har i sig inte betydelse för det slutgiltiga resultatet. Fakta vi hämtat från SIX-Trust och exempelvis Stockholmsbörsen är mer objektiv

Vad vi noterat är att informationen som återges i årsredovisningarna kan skilja sig åt, speciellt vad gäller den finansiella informationen. Vissa företag har varit väldigt generösa med informationen flera år tillbaka, medan andra endast valt att redovisa två års utfall. Det är förvisso inte en plikt att redovisa information om resultat fem år tillbaka i tiden men det kan underlätta för placerare och andra intressenter. En anledning till hur innehållsrik årsredovisningen är på finansiella nyckeltal kan vara hur bra det gått för företaget.

## 2.4 Handgripligt angreppssätt

### 2.4.1 Urval

I vår urvalsmetod har urvalet skett i tre etapper. Första urvalet gjorde vi genom att gå igenom alla Stockholmsbörsens 274 bolag. Vi undersökte då deras genomsnittliga avkastning på eget kapital. De företag som hade ett snitt på minst

---

<sup>12</sup> Holme, Idar & Solvang, Bernt, *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s.126ff

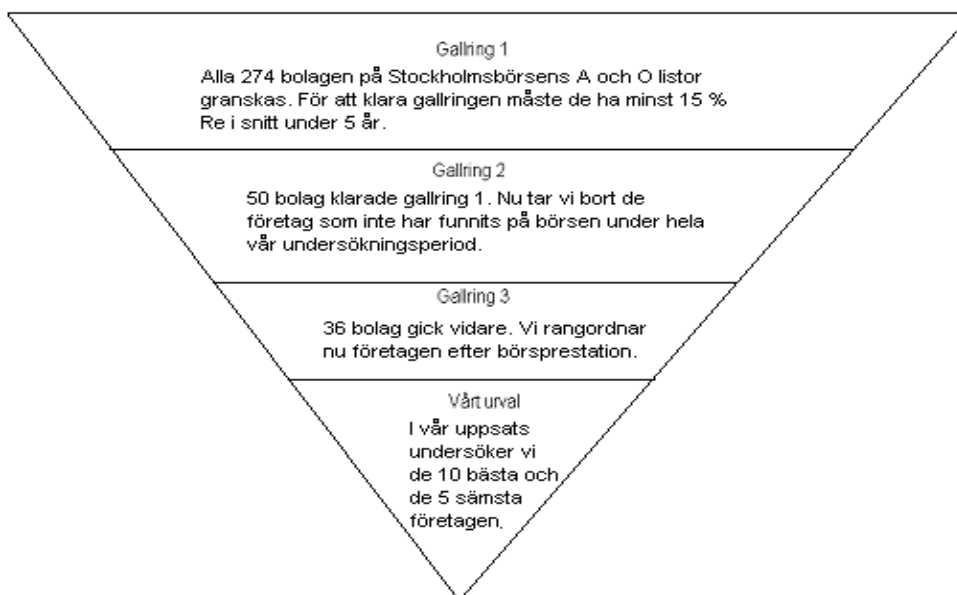
<sup>13</sup> LINC-rummet är börsummet vid Lunds Universitet. Mer info finns på [www.linclund.com](http://www.linclund.com)

<sup>14</sup> Enligt samtal med SIX-Trusts support

15 % per år över de 5 åren vi mätte gick vidare till gallring två. 50 bolag klarade detta krav.

Under nästa urvalsprocess tog vi reda på utvecklingen för bolagens respektive aktier under samma 5 års period och rangordnade dessa. I detta urval var det 36 företag av de 50 som varit verksamma i 5 år, vilket gjorde att det totala antalet bolag då uppgick till 36 stycken.

Vi rangordnade sedan bolagen efter den procentuella kursökningen bolagen haft under vår undersökningsperiod. Till vår analys valde vi de 10 bolag som haft den bästa utvecklingen under vår period. Som jämförelsegrupp tog vi de 5 sämsta bolagen, de som presterat sämre än index. I fortsättningen hänvisar vi till dessa som vinnarna samt förlorarna. Eftersom vi ville ha en kursutveckling som var justerad mot nyemissioner och andra faktorer som påverkar ett företags kursutveckling använde vi oss av SIX-Trust systemet.



#### Vår urvalsprocess

Företagen som kom med i undersökningen är följande:

##### Vinnare:

1. Nokia
2. Munters
3. Peab
4. New Wave
5. Swedish Match
6. Fenix
7. Latour
8. Wallenstam
9. Heba
10. Hennes & Mauritz

##### Förlorare:

1. Föreningssparbanken
2. Bergman & Beving
3. Lindex
4. HL Display
5. Elektronikgruppen

## 2.4.2 Fortsatt arbetsgång

Efter att materialinsamlingen var färdig analyserade vi de 10 vinnarna och de 5 förlorarna. Vi sammanställde de faktorer vi valt att undersöka på samtliga företag som underlag för vår analys.<sup>15</sup> För att veta vilka vi skulle välja gick vi igenom tidigare forskning inom området och sållade ut de faktorer vi ansåg vara det mest relevanta för att värdera ett företag. Vi tror inte att det endast beror på en faktor som gör vinnarna till vinnare utan samspelet mellan en rad olika faktorer.

## 2.4.3 Alternativt angreppssätt

När vi valde att se på nyckeltalet räntabilitet på eget kapital för vårt första urval var det framförallt av den anledningen att detta nyckeltal speglar avkastningen på aktieägarnas andel i företaget. Ett alternativ hade varit att använda sig av avkastning på totalt kapital, men det är inte av lika stort intresse för en aktieägare att se vilken avkastning företaget har på totalt kapital.

När vi började diskutera hur vi skulle gå tillväga och vilka kriterier vi skulle ha på företagen, hade vi kriteriet att företagen skulle ha haft ett Re på i snitt 15 % i 10 år på börsen. Men efter resonemang om möjligheterna till att samla in material och analysera det inom rimlig tid beslöt vi att endast analysera 5 år. Dessutom hade en 10 års period uteslutit många företag som helt enkelt inte varit noterade på börsen under en så lång tid. Ett argument för att det skulle kunna vara bättre att analysera företag på 10 år är att man minimerar risker med konjunkturcykler som kan ge felaktiga resultat. Vi är medvetna om detta men tror inte att det är något större problem då samtliga företag har samma förutsättningar.

---

<sup>15</sup> Se bilaga



## 3 Praktisk referensram

---

*I detta kapitel kommer vi att gå igenom en praktisk referensram. Huvudandledningen till detta är att vi vill ge en bild av hur den tiden alldeles före vår undersökning såg ut. Vi kommer även att gå igenom hur det har sett ut tidigare på den svenska marknaden. I slutet av kapitlet kommer vi att beskriva nyckeltalet avkastning på eget kapital då detta användes i urvalsprocessen.*

---

*"Det gäller inte bara att smida medan järnet är varmt, det gäller att smida järnet varmt." /Oliver Cromwell*

### 3.1 Praktisk referensram

Finanskrisen i början av 90-talet berodde till stor del på fastighetssektorn. Det var substansvärdena som blåsts upp enormt utan någon verklighetsförankring. Bakom låg framför allt ett banksystem som inte såg igenom de verkliga och påhittade marknadsvärdena. Bankerna lånade ut alldeles för mycket pengar med obefintlig säkerhet och när kraschen kom blev effekten enorma kreditförluster för de flesta storbanker.<sup>16</sup>

Nästa stora kris blev det första stora bakslaget för IT-revolutionen på börsen. Efter att ha varit bästa bransch under flera år med fantastiska kursökningar för mängder av IT-bolag kom den stora baksmällan. Kurserna började falla alltmer för de börsnoterade IT-bolagen och utanför börsen blev krisen akut. De mest kända exemplen i början av krisen är krascherna i e-handelsbolagen boo.com och Dressmart. Men även för de mindre och medelstora IT-bolagen fortsatte kurserna att falla från skyhöga nivåer. De allra största kursrasen drabbade de mest kända Internetkonsulterna, Icon Medialab och Framfab, som genom sina förgrundsfigurer Johan von Holstein och Jonas Birgeron, har blivit extremt uppmärksammade i media. Kurserna föll i båda fallen med mer än 99 procent från sina toppnivåer under 2000 till hösten 2002 och detta är extremt svåra börsfall även om aktierna var mycket överspekulerade runt all-time-high.<sup>17</sup>

Vad finns det då för orsaker till dessa våldsamma svängningar bland IT-aktierna? Först är det viktigt att konstatera att just uppmärksamheten kring fenomenet IT är en oerhört viktig faktor bakom den extrema kursuppgången under de sista åren på 1990-talet. En kraftfull medieexponering påverkar såväl proffs som småsparare och det är många som bara köper för att hänga på tåget. Det är egentligen inget fel i detta, marknadspsykologin är en av de allra viktigaste faktorerna som styr börsutvecklingen på kortare sikt. Detta gillar naturligtvis inte riktigt fundamentala börsteoretiker som alltid vill se aktier värderas efter förtjänst. Det är här som vårt

---

<sup>16</sup> Åsgård, Lasse, *Hitta kursvinnare – Konsten att bygga en lönsam aktieportfölj med Aktiespararnas aktieanalys* (1999).

<sup>17</sup> Åsgård, Lasse, *Hitta kursvinnare – Konsten att bygga en lönsam aktieportfölj med Aktiespararnas aktieanalys* (1999).

arbete förhoppningsvis kan vara till hjälp. Men på börsen gäller sällan några ekonomiska teorier som står i läroböckerna eller i vårt arbete på kort sikt. Psykologin i detta fall handlar som många gånger annars om ett utpräglat flockbeteende. Såväl stora som mindre börsaktörer uppmärksammar aktier och branscher som rör sig uppåt, fler köper dessa aktier som stiger ännu mer och fler köper dessa aktier. Detta blir en ”god” cirkel för de som köper och sedan säljer i rätt tid. ”Det kommer alltid någon dummare efter mig” kan tyckas vara ett tveksamt argument för att köpa en viss aktie. Men för utpräglade daytraders eller andra aktieplacere som handlar på kort sikt är det ett fullt legitimt sätt att resonera, om man nu anser sig kunna göra en sådan bedömning.<sup>18</sup>

En annan orsak till börsens uppgång var att intresset för aktier ökade enormt under 1980- och 1990-talen som sattes igång av det gynnsamma skattefondsparandet. Detta infördes i slutet av 1970-talet och fortsatte med införandet av Allemansfonder år 1984. Även det utländska intresset för svenska aktier ökade markant under perioden, framför allt kring mitten av 1990-talet, och främst på grund av den låga värderingen av svenska företag. Det låga ränteläget i USA, jämfört med Sverige, bidrog till ett ökat inflöde av utländskt kapital vilket var gynnsamt för Stockholmsbörsen. Dessa faktorer tillsammans innebar att det strömmade in nytt kapital till börsen vilket fick aktiekurserna att stiga kraftigt. Den låga avkastningen på obligationsmarknaden under samma period bidrog till ett ökat inflöde av kapital till börsen. De svenska exportföretagen uppvisade en mycket hög lönsamhet under 1980- och 1990-talen. De dollarberoende exportföretagens dominans på börsen gjorde att den svaga kronan kombinerat med den höga tillväxten i främst den amerikanska ekonomin drev på tillväxten på aktiemarknaden. Den starka tillväxten i ett fåtal svenska företag som t.ex. Ericsson bidrog även det till Stockholmsbörsens starka utveckling. Den tillväxtdominerande Stockholmsbörsen har även dragits med av framför allt Nasdaq-börsens uppgång, speciellt under slutet av 1990-talet.<sup>19</sup>

Den höga värderingen av Stockholmsbörsen i slutet av 1990-talet berodde på flera olika orsaker. Här bör nämnas att ett lägre avkastningskrav på grund av lägre inflation och räntenivå samt lägre riskpremie genom att aktier uppfattades som mindre riskfyllda än tidigare. Även en ökad framtida vinsttillväxt orsakad av ökad produktivitet och lägre räntor och hopp om en ny ekonomi låg bakom denna höga värdering.<sup>20</sup>

Det finns många positiva förutsättningar för den framtida utvecklingen på den svenska aktiemarknaden. En är att allt fler har börjat spara till sin pension i aktier tack vare det nya pensionssystemet. En annan är att Sverige ligger långt framme inom informationsteknologin som underlättar privat aktiehandel.<sup>21</sup>

Utvecklingen i USA kommer även i framtiden att i stor utsträckning styra utvecklingen i Sverige. Stockholmsbörsen kommer även i framtiden vara mycket beroende av utvecklingen hos de fåtaliga stora svenska företagen. Dessa bolags framtid kommer att bli avgörande för den generella utvecklingen på

---

<sup>18</sup> Ellgren, Christer, *Börsen har alltid fel – spara i aktier och fonder* (1999).

<sup>19</sup> Ellgren, Christer, *Börsen har alltid fel – spara i aktier och fonder* (1999).

<sup>20</sup> Ellgren, Christer, *Börsen har alltid fel – spara i aktier och fonder* (1999).

<sup>21</sup> Karlsson, Ingvar, *Aktiehandboken* (2000), s. 33.

Stockholmsbörsen. I vilken riktning det sker återstår att se. Vad som är säkert är att utvecklingen på aktiemarknaden under 1980- och 1990-talen var fantastiska. Även om man inte får uppleva en liknande utveckling i framtiden så har vi för avsikt med vårt arbete, att hjälpa till att hitta ”russinen i kakan”.<sup>22</sup>

Efter denna spekulationsbubbla befinner sig marknaden i ett läge där man uppskattar företag som är stabila och kan visa vinster. Under IT-hysterin glömdes dessa välskötta bolag bort och steg inte mycket. Detta kan vara en orsak till att de lönsamma företagen har gått så mycket bättre än index under vår femårsperiod. Många söker säkra bolag i en neråtgående marknad där en hög direktavkastning är viktigare än en snabb omsättningstillväxt. Om vi hade valt en annan period är det möjligt att resultatet hade blivit ett annat.<sup>23</sup>

Stockholmsbörsen<sup>24</sup>

År	SAX-index, utveckling i procent
1996	39,4
1997	27,4
1998	10,8
1999	66,5
2000	-12
2001	-16,9
2002	-37,4
2003	30,0

### 3.2 Räntabilitet på eget kapital

För att mäta vilken avkastning ägarna får på sitt insatta kapital använder man sig av nyckeltalet ”räntabilitet på eget kapital”. Man beräknar det genom att ta årets resultat efter skatt dividerat med eget kapital. För att ge en så rättvis bild som möjligt av det egna kapitalet använder man sig av ett genomsnitt där man ser till hur stort det var i början och i slutet av året.

Detta lönsamhetsmått tillskrivs stort intresse av företagets ägare. Men det borde även vara viktigt för andra intressenter då det är ett mått på hur lönsamt företaget är totalt sett med hänsyn till både verksamheten och hur det är finansierat. Måttet visar avkastningen på det riskbärande kapitalet. En bra avkastning på det kapitalet är en förutsättning för skyddet för övriga intressenter.<sup>25</sup>

Eget kapital är det som blir över då man tar alla företagets tillgångar och drar bort skulderna. Det betyder att om ett företag väljer att låna mycket blir eget kapital mindre vilket gör det lättare att få en högre avkastning på eget kapital då

---

<sup>22</sup> Åsgård, Lasse, Hitta kursvinnare – Konsten att bygga en lönsam aktieportfölj med Aktiespararnas aktieanalys (1999).

<sup>23</sup> Åsgård, Lasse, Hitta kursvinnare – Konsten att bygga en lönsam aktieportfölj med Aktiespararnas aktieanalys (1999).

<sup>24</sup> <http://www.stockholmsborsen.se> & <http://www.di.se>

<sup>25</sup> Thomasson, Jan, *Extern Redovisning och Finansiell Analys* (2000).

kapitalbasen är mindre. Men vid högre belåning får man ökade räntekostnader vilket minskar årets resultat så måttet blir inte nödvändigtvis högre för att man lånar mer.<sup>26</sup>

Storleken på eget kapital är en effekt av vad ägarna har satt in i företaget vid starten. På samma sätt ökar det egna kapitalet då ägarna skjuter till ytterligare kapital vid nyemission. Men det som framförallt påverkar eget kapital är företagets resultat, de vinster och förluster som uppstått under åren minskade med utdelningar.<sup>27</sup>

Ett problem med de finansiella måtten är att de bygger på redovisning som inte alltid återspeglar det verkliga resultatet. Ett företag som har haft ett dåligt år kan dölja sin försämrade lönsamhet genom att lösa upp sina periodiseringsfonder eller andra dolda reserver. Vid värderingen av tillgångar kan man få fram olika värden beroende på vilken metod man använder. Ju längre avskrivningsperiod man använder desto sämre blir kvaliteten på vinsten. Anledningen är att lagstiftarna endast velat ha en ramlag som ger företagen utrymme att jämna ut resultatet mellan åren. Enligt konsekvensprincipen måste dock samma värderingsmetod användas år efter år. Endast i undantagsfall kan man acceptera ett byte av principer. Undantag kan vara att man blir uppköpt och köparen använder en annan metod eller en lagändring görs.<sup>28</sup> I de fall ett företags tillgångar är övervärderade, leder det till att eget kapital ökar och att räntabiliteten på eget kapital är mindre än vad det borde ha varit.

---

<sup>26</sup> Thomasson, Jan, *Extern Redovisning och Finansiell Analys* (2000).

<sup>27</sup> Olsson, Jan & Skärvad, Per-Hugo, (2000), *Företagsekonomi 99*, Liber ekonomi

<sup>28</sup> *Den nya affärsredovisningen*, 12 uppl, Liber Ekonomi

# 4 Teori

---

*I detta teorikapitel behandlar vi den relevanta teorin som vi anser ligger till grund för vår uppsats. Notera att vi bara tar upp de mest centrala delarna. Vidare redogör vi för tidigare forskning inom vårt område.*

---

*"Lägg alla ägg i den korg som ser ut att vara den bästa." /John Maynard Keynes*

## 4.1 Marknadens effektivitet

En fråga som har fascinerat miljoner akademiker och investerare genom tiderna är om aktiemarknaden är effektiv på att prissätta aktier. Den som kan hitta en ineffektivitet i marknaden och utnyttja den kan bli omåttligt rik. Men i en effektiv marknad existerar dock inte under- och övervärderade aktier. Men det bör nämnas att aktiemarknaden oftast prissätter aktierna rätt och att det kan vara svårt att få en högre avkastning än normalt på lite längre sikt.<sup>29</sup>

Man talar om tre olika sorters effektivitet på marknaden, svag, semi-stark och stark.<sup>30</sup> Man har redan idag bevis för att en stark effektivitet inte föreligger. Den bygger på att all information, även den som bara insiders känner till redan reflekterats i priset. Semi-stark effektivitet reflekterar all relevant publik information i priset. Den antyder att det inte finns någon fördel i att analysera allmän information som redan har blivit släppt. Detta skulle betyda att det är meningslöst att göra fundamentala analyser och att man inte kan få bättre avkastning än marknadens genomsnitt på annat sätt än genom tillfälligheter. Det kan vara rimligt att tro att marknaden fungerar på detta sätt med tanke på att de flesta förvaltare har svårt att slå index på lång sikt. Ny information absorberas fort och återspeglas i aktiepriserna. Man kan inte heller lura investerarna med hjälp av förändrade avskrivningstider eller nya redovisningsmetoder. Men det finns fortfarande många faktorer som talar emot att marknaden överhuvudtaget är semi-starkt effektiv.<sup>31</sup>

En svagt effektiv marknad innebär bland annat att marknaden inte tycks ha något minne. Förloppen upprepar sig inte så att en uppmärksam investerare kan urskilja ett mönster och slå marknaden. Man menar på att avkastningen över tiden är en slumpvandring och ingen förändring kan förutses från det föregående händelseförloppet. Detta betyder att man inte kan få en bättre avkastning genom teknisk analys.<sup>32</sup>

Men undantag från slumpvandringar förekommer i flera undersökningar. Där kan man se vissa veckodags- och månadseffekter. På Stockholmsbörsen har man funnit att tisdagar gav den sämsta avkastningen och januari är välkänd för att ha

---

<sup>29</sup> Arnold, Glen, *Corporate Financial Management*, 2nd Edition, s. 603.

<sup>30</sup> Arnold, Glen, *Corporate Financial Management*, 2nd Edition, s. 610.

<sup>31</sup> Arnold, Glen, *Corporate Financial Management*, 2nd Edition, Kap. 14.

<sup>32</sup> Vinell, Lars & Adri de Ridder, *Aktiers Avkastning och Risk*, s. 86.

en onormalt hög avkastning. Men alla resultat pekar ändå på att den svenska börsen fyller anständiga krav på effektivitet enligt den svaga formen. Finns det systematik är den antingen mycket kortvarig eller mycket svår att upptäcka till och med i efterhand. Ett problem med säsongseffekter kan vara att när man upptäcker att januari ger en onormalt hög avkastning försvinner ofta effekten eftersom alla börjar handla i december.<sup>33</sup>

Empirisk forskning har visat på att småföretagareffekten existerar. Enligt denna har företag med ett lågt börsvärde en tendens att ge en högre riskjusterad avkastning än företag med ett högt börsvärde. En undersökning på Stockholms fondbörs visar att de företag med lägst börsvärde i genomsnitt hade en årlig avkastning som var 16,5 procentenheter högre än de företag med högst börsvärde, en avkastning som var nästan dubbelt så hög. Detta är anmärkningsvärt och ska inte förekomma i en effektiv marknad.<sup>34</sup>

Vi tror att marknaden är svagt effektiv men att väldigt duktiga investerare som besitter en överlägsen analytisk förmåga och goda ekonomiska kunskaper har mycket goda förutsättningar för att slå index. Peter Lynch tillhör en av dem som lyckats bäst som fondförvaltare kunde inte tro på hypotesen om den effektiva marknaden eftersom den sa att det han gjorde var omöjligt. Bara genom att tro på en effektiv marknad minskar man sina chanser avsevärt att få en bättre avkastning än normalt. Om alla hade trott på en effektiv marknad hade ingen bemödat sig att göra fundamentala analyser och leta efter undervärderade aktier eftersom alla redan är rätt värderade. I Glen Arnold bok beskrivs detta på ett bra sätt med historien om studenten som ser en 100-lapp ligga på marken. Precis när han ska ta upp den blir han stoppad av sin ekonomiprofessor som säger; ”om den verkligen var där hade någon redan plockat upp den”.

Lynch menar att det ofta inte finns samband mellan framgångarna i ett företags verksamhet och kursutvecklingen på dess aktier på kort sikt. Detta kan gälla några månader eller ända upp till ett par år. Men i det långa loppet finns det en hundraprocentig korrelation mellan företagets och börskursens utveckling. Det är på den skillnaden man kan tjäna pengar och därför lönar det sig att äga framgångsrika företag<sup>35</sup>.

Det är svårt att bevisa om en investerare har en överlägsen förmåga att välja rätt aktier eller om det bara beror på slumpen. Om man tänker sig att man ger tärningar till 100 miljoner investerare och ber varje person att kasta 20 sexor i rad kommer naturligtvis flertalet att misslyckas men ett fåtal kommer att klara uppgiften. När man sedan frågar dessa personer hur de gick till väga, kommer alla peka på olika saker. Vissa kommer att beskriva sättet de kastade på och andra kommer att säga att de följde astrologiska mönster. Många hävdar att det var skicklighet men vi vet att det var slumpen. Om det sedan visar sig att 1000 personer klarade uppgiften och hälften av dem kommer från samma stad, då beror det troligtvis inte bara på slumpen. På samma sätt menar Warren Buffett att investerare som följer hans läromästares Graham och Dodds teorier är

---

<sup>33</sup> Vinell, Lars & Adri de Ridder, *Aktiernas Avkastning och Risk*, s. 85 ff.

<sup>34</sup> Vinell, Lars & Adri de Ridder, *Aktiernas Avkastning och Risk*, s. 234 ff.

<sup>35</sup> Lynch, Peter, *Mina bästa investeringar*, s. 315.

överrepresenterade bland dem som lyckas väldigt bra på börsen. Teorin går ut på att hitta skillnader mellan ett företags värde och dess pris. De undersöker främst två faktorer, värde och pris. Om de köper en aktie är det för att de får mer för sina pengar än de betalar. Sedan utnyttjar de dessa skillnader utan att bry sig om anomalier som veckodagseffekter, det vill säga om de köper aktierna på en måndag eller onsdag. På samma sätt som affärsmän som köper hela bolag inte besvärar sig om vilken veckodag det är då transaktionen sker.

#### 4.1.1 Över- & Underreaktion

Över- och underreaktioner är vanliga på marknaden. Man överreagerar på dåliga nyheter och underreagerar på bra. Forskning av de Bondt & Thaler 1985, fann att aktier som presterade dåligt under 3 år sedan presterade markant bättre än marknaden i övrigt. Det som forskningen visar är att ett företag som visat goda nyheter under 3 år ofta blir övervärderat under denna period. Under kommande period kommer investerare att inse att företaget förmodligen inte var så bra som de trodde och då justera ner kursen under kommande år. Förloraraktier är de som blivit undervärderade under en period, så småningom märker placerare att utsikterna inte är så dystra som de tidigare trott. Aktiekursen kommer då att stiga<sup>36</sup>. Andra förklaringar till överreaktion kan vara osäkerheten kring den nya informationens värde. Investerare vet inte alltid exakt vad den positiva nyheten innebär för företaget, men för att inte riskera att missa en uppgång kastar man sig över aktien som då blir övervärderad.<sup>37</sup>

Underreaktion på marknaden är minst lika vanlig. 1989 publicerade Bernard & Thomas en rapport som visade att goda nyheter inte avspeglades direkt i aktiekursen. De kom fram till att eftersläpningen på börsen varade i ca 6 månader. Det är alltså inte för sent att köpa aktier i ett bolag som precis publicerat positiva nyheter. Samma sak gäller dåliga nyheter. Aktiekurserna dalar sakta under flera månader. Om marknaden vore effektiv skulle kursen rasa omedelbart för att sedan följa med marknaden som tidigare.<sup>38</sup> Första gången någon påvisade sådana reaktioner var Ball & Brown 1968.<sup>39</sup> Kritiken mot dessa olika undersökningar är att hur kan man veta att kursrörelserna har med den information man vill undersöka att göra och inte med andra makroekonomiska händelser. Ball & Brown rensade i tre steg ut makrohändelser, företagsspecifika, och slutligen branschspecifika händelser som skulle ha kunnat påverka utfallet.<sup>40</sup>

För både under och överreaktion var sambandet att ju kraftigare initial kursförändring desto kraftigare justering. På en effektiv marknad hade man förväntat sig att aktiekursen skulle justeras omedelbart efter en nyhet för att sedan anta det s.k. random walk mönstret.<sup>41</sup> Det ligger säkerligen en hel del psykologi bakom dessa företeelser. Investerare vill inte gärna erkänna för sig själva att de

---

<sup>36</sup> Modern Finansiell Ekonomi, SNS Förlag 2000 sid 227-232

<sup>37</sup> <http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2002/nek/010/exjobb.pdf> (9 december)

<sup>38</sup> Modern Finansiell Ekonomi, SNS Förlag 2000 sid 227-232

<sup>39</sup> Skogsvik Stina, Redovisningsmått, värder relevans och informationseffektivitet, sid72, Handelshögskolan Stockholm

<sup>40</sup> För utförligare förklaring se <http://www.brunel.ac.uk/depts/ecf/lectures/2023/lecture4.pdf> 10dec

<sup>41</sup> <http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2002/nek/010/exjobb.pdf> (9 december)

haft fel tidigare och hänger därför kvar vid sina tidigare värderingar av aktier trots att ny information blir tillgänglig. Detta fenomen kallas *anchoring*.<sup>42</sup>

## 4.2 Tidigare forskning

Vad finns det för tidigare forskning inom vårt ämnesval? Bland dem som vi anser har mest gemensamt med vår uppsats kan nämnas Mikael Runsten. Han har i sin avhandling *The Association Between Accounting Information and Stock Prices*<sup>43</sup> undersökt i vilken utsträckning ökning av eget kapital motsvaras av en ökning av marknadsvärdet på bolaget på den svenska marknaden. Runstens population var alla företag som varit noterade i minst 4 sammanhängande år på Stockholmsbörsen mellan åren 1966 till 1993.

Studenter vid Linköpingsuniversitet har undersökt sambandet mellan Re och marknadsvärde på aktier. De fann att det fanns ett samband mellan de två faktorerna med 95 % säkerhet i tre av deras 5 undersökta år. Deras undersökningsperiod var mellan åren 1996-2000. Som utgångspunkt har de haft Mikael Runstens forskning på samma område.<sup>44</sup> I vår undersökning använder vi oss av aktiekursens utveckling medan författarna till uppsatsen använder bolagens marknadsvärde som beroende variabel.

### 4.2.1 Vilka faktorer och metoder finansanalytiker använder

Lars Olbert gjorde en studie 1991 om vilka faktorer som var av största betydelse vid värdering av företagens aktier bland finansanalytiker. Den viktigaste informationskällan som låg till grund för bedömningen var resultat och balansräkningar, delårsrapporter och diskussioner med företagsrepresentanter. Vidare visade det sig att den information som handlade om vinst och försäljningsökningar inför framtiden inte hade någon större betydelse. Lars Olberts undersökning var en jämförelse mellan USA, England och Sverige. Eftersom vi begränsat oss till svenska företag redogör vi endast för resultaten som berör svenska marknaden. En annan faktor som är väsentlig i denna undersökning är att den gjordes 1991. Resultatet härifrån kan skilja sig mot hur finansanalytiker resonerar för tillfället men kan dock ge en viss fingervisning om vad analytiker väljer att fokusera på.<sup>45</sup>

I Sverige är den vanligaste analystekniken vid aktievärdering fundamental analys. Jämförelse teknikerna är alltså teknisk analys och beta analys. De vanligaste faktorerna är räntabilitet på eget kapital, P/e tal, substansvärde och kapitalstruktur. En annan intressant faktor är tiden. Det vanligaste är att analysera resultatet under

---

<sup>42</sup> <http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2003/ep/015/exjobb.pdf> (9 december)

<sup>43</sup> Runsten, Mikael, *The Association Between Accounting Information and Stock Prices*, Stockholm School of Economics, (1998)

<sup>44</sup> <http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2003/fek/003/exjobb.pdf> (4 december)

<sup>45</sup> Olbert, Lars, *Värderingsfaktorer och informationskällor vid värdering av aktier (en enkätstudie om finansanalytikens arbetssätt)*, Lund november (1991)



en period på mellan 3-5 år bakåt i tiden. Vidare brukar prognoserna framåt i tiden vara i medeltal 22 månader. Det föreligger heller inte någon direkt skillnad i var analytikerna hämtar sin information beroende på vilken bransch som studeras. Årsredovisningen är oavsett bransch den viktigaste informationskällan. Vad gäller olika branscher är den viktigaste värderingsfaktorn vinst/aktie för branscherna skog, verkstad, bank och handel/tjänstesektorn. Vid värdering av fastighet och investmentbolag är substansvärdet viktigast. Vid värdering av tjänstesektorn spelar anställdas och ledningens kompetens en stor och viktig roll.<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> Olbert, Lars, *Värderingsfaktorer och informationskällor vid värdering av aktier (en enkätstudie om finansanalytikens arbetssätt)*, Lund november (1991)

# 5 Genomgång av faktorer

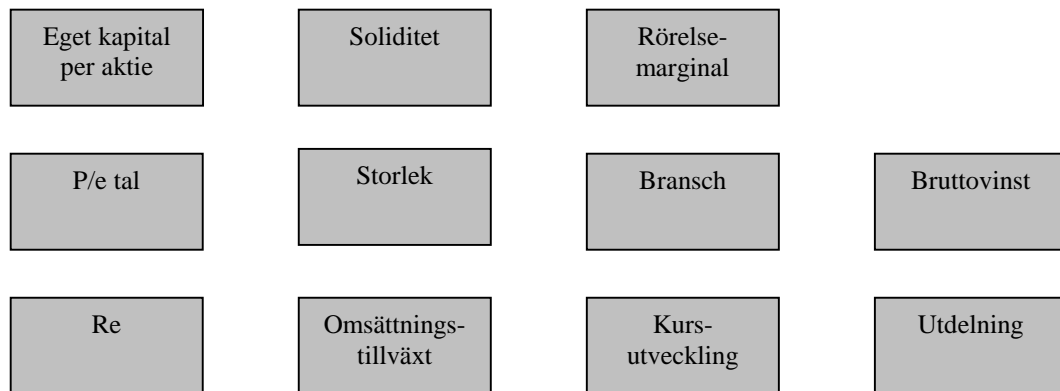
---

*I detta kapitel kommer vi att gå igenom de faktorer som vi har granskat i de olika företagen. I de fall vi ansett det nödvändigt har vi också en grundläggande teoriförklaring i samband med just den specifika faktorn.*

---

*"De viktiga saker som har sagts till människor har alltid varit enkla saker." /Charles de Gaulle*

Bilden illustrerar de faktorer vi valt att undersöka .



## 5.1 Röntabilitet på eget kapital

Röntabilitet på eget kapital är det nyckeltal vi använde när vi skulle välja våra kandidater och har därför redan förklarats tydligt i kapitel 4. Att alla våra företag ligger högt visar mycket väl att företag med hög avkastning på eget kapital också får en bra utveckling på börsen. Kravet var att man skulle uppnå ett snitt på minst 15 % under femårsperioden.

Warren Buffett säger att nyckeln till framgång är att fokusera på företag som producerar ett högt Re. Då en hög avkastning på eget kapital leder till en stark vinsttillväxt, en stadig ökning på eget kapital och en stadig ökning i aktiepriset.

### 5.1.1 Genomgång av företagens räntabilitet på eget kapital

Några företag som har utmärkt sig lite extra är Nokia och Swedish Match som hade en räntabilitet på eget kapital som i snitt översteg 30 %. De andra låg också på en hög nivå där flertalet hade ett Re mellan 20-30 %.<sup>47</sup>

Förlorarnas Re är också högt men skiljer sig ändå från vinnarna. De flesta företagen har en räntabilitet på eget kapital som ligger mellan 15-20 %, för enstaka bolag uppgår den dock till 25 % under vissa år. Här kan man dock se att stabiliteten mellan de olika åren är lägre än hos vinnarna.

## 5.2 Soliditet

Soliditetsgraden kan vara avgörande för om ett företag klarar konjunkturedgångar, eller plötsliga tapp i försäljningen.<sup>48</sup> Anledningen är att företag måste betala räntor och amorteringar liksom hyra och andra fasta kostnader oavsett om man säljer varor eller ej. En hög soliditet innebär att man till stor del är finansierad med egna medel. Samtidigt ska inte soliditeten vara för hög då detta medför onödiga kostnader i form av ökning av kostnaden för kapital. Anledningen är att främmande kapital, såsom lån från banker och andra finansieringsinstitut kostar mindre på grund av lägre riskpremie, än eget kapital.<sup>49</sup>

Professor Gordon Donaldson har i sin bok *Corporate Debt Capacity* beskrivit några regler om skuldsättningsgraden i olika företag. Någon generell soliditetsnivå kan inte ges däremot ställer han upp en gyllene beslutsregel.

*”Lån kan tas upp så länge inte de betalningsförpliktelser som följer lånet väntas medföra oacceptabla risker för likviditetskriser i framtiden”.*<sup>50</sup>

Bland några av de beslutsalternativ Donaldson ger kan nämnas <sup>51</sup>

- Inga skulder oavsett förutsättningar.
- Låna maximalt.
- Låna maximalt vid X % ränta, (”At the prime rate”).
- Låna så mycket som kreditbetyget medger.

De två första alternativen är de två mest extrema men är också de som är lättast att följa. Det blir aldrig diskussioner om hur företaget ska agera när det uppkommer situationer som kräver kapital. Alternativ tre betyder att företaget sätter en ränta vid vilken man accepterar att ta upp nya lån. Kan man inte få den räntan när man behöver kapital så lånar man helt enkelt inte. På så sätt skapar företaget en

---

<sup>47</sup> Samtliga företagsspecifika siffror är hämtade och bearbetade från företagens årsredovisningar. Detta gäller genomgående i kapitel 5 om inget annat anges.

<sup>48</sup> Thorell Per, *Företagens redovisning*, (2003), 4e uppl. Iustus förlag, s. 165

<sup>49</sup> Hallgren Örjan, *Finansiell Metodik*, 1998, 10e uppl, Ekonomibok Förlag AB sid 310

<sup>50</sup> Hallgren Örjan, *Finansiell Metodik*, 1998, 10e uppl, Ekonomibok Förlag AB sid 310

<sup>51</sup> Donaldson Gordon, *Corporate Debt Capacity*, 3 uppl Harvard 1964, sid 93 ff

säkerhetsmarginal, man tar inga lån man inte kan betala. Sista alternativet har samma funktion som det förra. Man tar bara upp lån om det ryms inom det kreditbetyg företaget har. Skulle risken vara att betyget sänks så låter man bli.

Finns det då någon optimal soliditetsnivå? Kieth Ward menar i en artikel<sup>52</sup> att företag bör anpassa sin belåningsgrad efter var i produktlivsrymden företaget befinner sig. För att hålla nere den totala affärsrisken bör man i ett nystartat ha en låg belåningsgrad. Detta för att sedan öka den allteftersom företagen blir mer och mer etablerat. Kritiken mot den modellen är att företagen hela tiden flyttar sitt slut framåt genom att modifiera befintliga produkter samt att lansera nya som övertar gamla. På så sätt befinner sig företaget i flera olika cykler samtidigt.

Optimal kapitalstruktur anses ibland vara där kostnaden för totalt kapital är som lägst. Den så kallade WACC formeln ger  $WACC = K_E W_E + K_D W_D$ .<sup>53</sup> Nivån beror alltså på vilken ränta man betalar för de olika typerna av kapital.

### 5.2.1 Genomgång av företagens soliditet

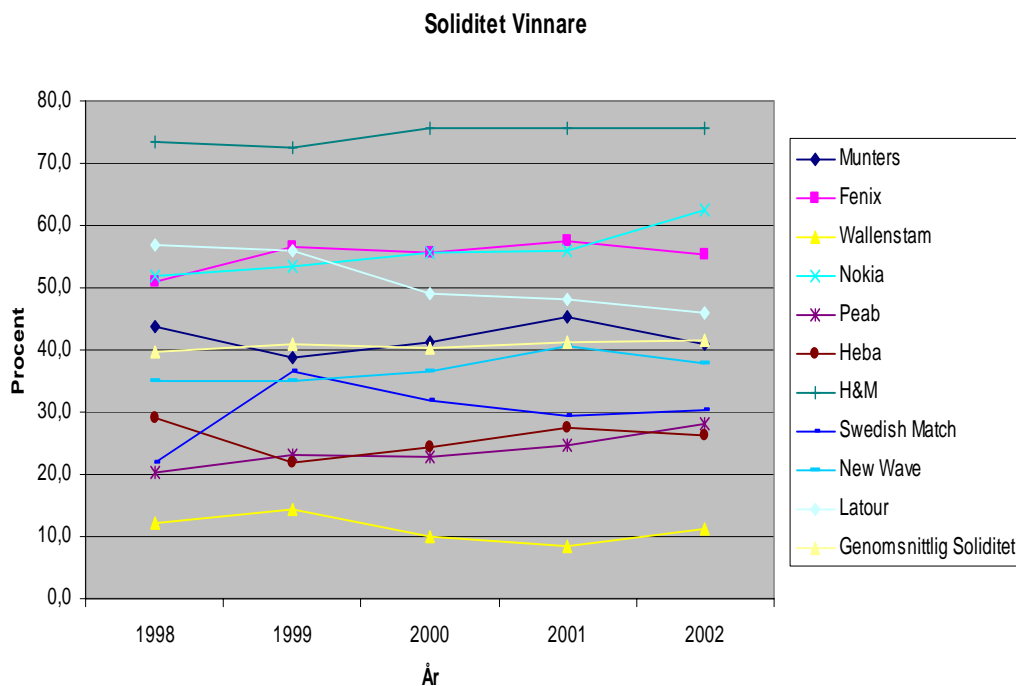
Det förefaller inte vara någon speciell nivå på soliditeten som är utmärkande för våra företag. Lägst soliditetsnivå för något företag under perioden var 8,5 %, högst nivå var 75,7 %. Det är alltså en kraftig variation mellan de olika bolagen. Däremot har alla företag jämna nivåer under hela undersökningsperioden.<sup>54</sup> Diagrammet visar att samtliga företag ligger på nivåer som verkar vara väl anpassade för den verksamhet som bedrivs. Detta då soliditeten inte har förändrats nämnvärt för respektive bolag.

---

<sup>52</sup> Developing Financial Strategies – A Comprehensive Model, Kurskompendie FEK 561, HT -03

<sup>53</sup> Arnold Glen, Corporate Financial Management, 2nd Edition sid 815

<sup>54</sup> Se diagram 1



**Diagram 1: Visar soliditeten hos vinnarföretagen under åren 1998 till 2002.**

Vi kunde inte finna någon större skillnad mellan vinnarna och förlorarna när vi jämförde soliditeten. En avvikelse vi kunde finna var att förlorarnas genomsnittliga soliditet var på cirka 50 % medan den för vinnarna låg på 40 %.

## 5.3 Eget kapital per aktie

Desto högre det egna kapitalet per aktie är i förhållande till aktiekursen desto bättre är det. Samtidigt blir det svårare att få ett högt Re. Vi har valt att ha med detta nyckeltal för att man ska kunna få en uppfattning om hur stor del av företagets värde som tillhör aktieägarna. Om detta nyckeltal hela tiden växer betyder det att företaget hela tiden tillför mer värde och växer sig starkare än vad det var tidigare. Här följer Warren Buffetts syn på varför tillväxten av eget kapital är så viktigt.

Buffett tycker att förändringen på eget kapital är den bästa måttstocken för tillväxt i ett företag. Han är väl medveten om att tillväxten på eget kapital förmodligen är den viktigaste ingrediensen för att belöna aktieägare över tiden. Över långa tidsperioder finns det en stark korrelation mellan tillväxten på eget kapital och aktiepriset. Den förste som upptäckte detta var Edgar Lawrence Smith som i sin bok från 1924<sup>55</sup> skrev ”*det finns inget bättre sätt att öka värdet på en aktie än att öka värdet på företaget*”. Buffett menar i första hand att detta ska göras genom att företagen ökar sina vinster, genererar en hög avkastning på sina tillgångar och

<sup>55</sup> Common Stocks as Long-Term Investments

försiktigt förvärvar företag som tillför ekonomiskt värde. Man måste vara medveten om att eget kapital även ökar om man ger ut nya aktier och att företag kan fabricera konstant högre eget kapital bara genom att förvärva andra företag.<sup>56</sup>

Vidare anser Buffett att eget kapital ger en bättre bild av hur företaget har gått än det redovisade resultatet. Då ser man tydligare om ledningen har skapat ett verkligt värde. Det finns företag som har svårt att öka posten eget kapital då deras tillgångar minskar i värde väldigt fort. Huvuddelen av vinsterna går då åt till att investera i nya tillgångar och därmed ökar inte eget kapital.<sup>57</sup>

Då ett företag har en hög räntabilitet på eget kapital använder man de resurser aktieägarna har tillfört på ett effektivt sätt. Företag som kan generera och bibehålla en hög räntabilitet på eget kapital bör vara eftertraktade då de är relativt ovanliga. Det är svårt att behålla ett högt Re för företag som växer fort. Detta eftersom vinsten för företag som inte ger utdelning måste öka mer än 20 % för att behålla ett Re på 20 %. Samtidigt som företag som ger utdelning reducerar eget kapital vilket gör det lättare att få ett högt Re. Nyckeln till att förstå Re är att se till att ledningen maximerar avkastningen på de extra resurser de har fått. Alla företag kan fortsätta producera högre vinster år efter år, bara genom att sätta in vinsterna på banken. Vid en ränta på 5 % fortsätter vinsterna att växa men avkastningen på eget kapital kommer att falla för att slutligen nå 5 %.<sup>58</sup>

Man ska vara uppmärksam på att ett högt Re i företag som har lite eller inga skulder är bättre än de med stora lån. Företag kan få ett högre Re genom återköp av aktier eller genom att sälja av sina tillgångar. Tillgångsstrukturen kan också vara betydelsefull för eget kapital då den inte anses lika stark om den till stor del består av immateriella tillgångar såsom goodwill.

### 5.3.1 Genomgång av företagens eget kapital per aktie

De flesta företagen ökade posten eget kapital per aktie med mellan 50-100 % under femårsperioden. Det har varit svårare för de företag som har en stor andel eget kapital per aktie i förhållande till aktiekursen. Där är New Wave ett undantag som hade en tillväxt på eget kapital per aktie på 150 % samtidigt som denna post i förhållande till aktiekursen var 46 %, det vill säga nästan halva börsvärdet bestod av eget kapital. Peabs börsvärde bestod till 2/3 av eget kapital vilket var högst bland vinnarna. Annars låg vinnarna främst i intervallet 20-40 %. Hennes & Mauritz eget kapital per aktie i förhållande till börskursen var det lägsta bland företagen, endast 12 %. Det är delvis förklaringen till att företaget har ett högt Re fast man har en soliditet på över 70 %. Posten eget kapital i förhållande till vad man tjänar är väldigt liten.

Förhållandet mellan eget kapital per aktie och börskursen är betydligt högre i slutet av 2002 bland förlorarna än vinnarna. Mellan 45-75 % av börsvärdet bestod

---

<sup>56</sup> How to pick stocks like Warren Buffet, Timothy Vick kap 10-11

<sup>57</sup> How to pick stocks like Warren Buffet, Timothy Vick kap 10-11

<sup>58</sup> How to pick stocks like Warren Buffet, Timothy Vick kap 10-11

av eget kapital, förutom i Elektronikgruppen där eget kapital var högre än börskursen. Förlorarna har haft en tillväxt på posten eget kapital per aktie under femårsperioden på cirka 35- 70 % vilket är något lägre än hos vinnarna.

## 5.4 Bruttovinstmarginal

Bruttoresultat är det resultat som framkommer i resultaträkningen sedan nettoomsättningen minskats med kostnaden för sålda varor. Bruttovinstmarginalen visar bruttoresultatet i procent av nettoomsättningen.<sup>59</sup> En svårighet att jämföra detta nyckeltal är att det bara förekommer hos de företag som använder en funktionsindelad resultaträkning.<sup>60</sup>

Har företaget en väldigt hög bruttovinstmarginal kommer denna att sjunka på lång sikt. Huvudanledningen är att konkurrenter dras till marknader där vinsterna är stora. Det är svårare för företag som säljer homogena produkter att ha en hög bruttovinstmarginal. Företag som har starka varumärken kan sälja sina produkter till högre marginaler eftersom konsumenter är villiga att betala mer för att få ett känt märke.

### 5.4.1 Genomgång av företagens bruttovinstmarginal

Hos vinnarföretagen låg bruttovinstmarginalen mellan 40-50 %. Denna siffra visar hur stora resurser man har att arbeta med för att uppnå vinst.

Förlorarföretagen uppvisar en något lägre bruttovinstmarginal än vinnarna. Skillnaden var i genomsnitt cirka 10 procentenheter. Två av förlorarna ligger dock bra till vid en jämförelse med vinnarna.

## 5.5 Rörelsemarginal

Rörelsemarginalen visar rörelseresultatet i procent av försäljningen före jämförelsestörande poster. Rörelseresultatet uppstår genom det enskilda företags egentliga rörelse, t ex framställning och försäljning av varor.<sup>61</sup>

Rörelseresultatet visar vad som blir över när alla kostnader inklusive avskrivningarna har tagits bort. Rörelsemarginalens storlek kan skilja sig åt mycket mellan de olika företagen. Bland våra företag hade Peab den lägsta marginalen och den har legat mellan 2-4 %. Därför tillför ytterligare en miljon i försäljning inte mycket till resultatet.

---

<sup>59</sup> Thorell, Per, *Företagens redovisning* (2003)

<sup>60</sup> FARs Samlingsvolym 2002, FAR Förlag, sid 981ff

<sup>61</sup> Thomasson, Jan. Extern redovisning och finansiell analys,

Rörelsemarginalen är ett väldigt bra mått för att se om förutsättningarna fortfarande ser ljusa ut för bolaget. Man ser verkligen hur det går för verksamheten. Årets resultat kan t ex. ge en felaktig bild av hur det går för företaget, då det kan justeras med bokslutsdispositioner. Dessutom påverkas resultatet av kursförluster som oftast bara är tillfälliga svängningar i valutan. Även höga räntekostnader som visar att bolaget är mer lånefinansierat påverkar resultatet. Det viktigaste är trots allt att man kan se vilken potential rörelsen har. Kan man uppnå marginaler på 15 % och mer och detta tros fortsätta en lång tid framöver då ska det mycket till för att företagen ska göra stora vinster.

### 5.5.1 Genomgång av företagens rörelsemarginal

Tre av företagen hade en rörelsemarginal mellan 16-19 % med några få svackor vissa år. Det företaget med lägst rörelsemarginal hade mellan 2-4 % under hela perioden. Resterande har pendlat i intervallet 8-12 % mellan de olika åren.

Här kan man se att förlorarnas rörelsemarginal är betydligt lägre. Den ligger generellt mellan 6-8 % och många gånger lägre än så. Endast två av företagen lyckas ett år vardera uppnå en rörelsemarginal på 10 % som bäst.

## 5.6 Storlek

Vi har valt att definiera företagens storlek som börsvärde. Har då företagets storlek med lönsamheten att göra, behöver man vara stor för att tjäna pengar eller ska man vara liten och ha en snabbriktig organisation? Jack Welch, VD för General Electric under 20 år, använde liknelsen atlantångare med liten motorbåt. Hans mål var att skapa ett företag som hade kraften och säkerheten av ett stort företag men som kunde svänga som en liten motorbåt.<sup>62</sup>

Anledningen till att vi har valt att ha företagens storlek som en faktor är att mycket forskning har undersökt just avkastning och storlek. Rolf W Bantz tittade på avkastning av samtliga aktier noterade under minst 5 år på NYSE<sup>63</sup> mellan åren 1926 till 1975. Han jämförde mot 3 olika index och kontrollerade månatliga avkastningar. Slutsatserna var att små företag presterade bättre än stora under 40 år.<sup>64</sup>

### 5.6.1 Genomgång av företagens storlek

I vår undersökning har vi inte kunnat se att företagens storlek har någon betydelse för aktieutvecklingen. Vi har stora koncerner som värderas till 100-tals Mdr kr

---

<sup>62</sup> Welch, Jack. Straight from the gut

<sup>63</sup> New York Stock Exchange

<sup>64</sup> Journal of Financial Economics, 1981-82, North Holland Publishing Company



samt mindre företag värderade till ett par hundra Milj kr. Detta gäller både förlorarna och vinnarna. Vi är därför medvetna om att företag av Nokias storlek kan få svårt att växa.

## 5.7 Omsättningstillväxt

Ett företags omsättningstillväxt visar förändringen av företagets nettoomsättning. Det vill säga företagets ökning eller minskning av årets försäljning, i jämförelse med fjolårets. Omsättningstillväxten är av stor vikt för ett företags framtid och dess överlevnad. Detta gäller på lång sikt. Ett företag kan påvisa en negativ försäljningsökning under en kortare period utan att företaget går i konkurs men på lång sikt är det viktigt att företaget hela tiden ökar sin försäljning.

### 5.7.1 Genomgång av företagens omsättningstillväxt

Omsättningstillväxten var väsentligt lägre hos förlorarna. De växte med ungefär 8 % i snitt över de 5 åren. Vinnarna hade dubbelt så stor tillväxt nämligen 16 %.

## 5.8 P/e tal

P/e talet som är en av de vanligaste värderingsmetoderna tillhör också de enklaste. Det visar hur aktiemarknaden värderar företagets vinster. Man kan uppskatta en motiverad kurs genom att titta på vinsten/aktie och sedan multiplicera den med ett lämpligt P/e tal. Man jämför först och främst med branschgenomsnittet men man ska även se hur bolaget värderats historiskt. Ett högt P/e tal indikerar att förväntningarna på bolaget är högt ställda och därmed är risken också högre. En anledning kan vara att vinsterna beräknas komma i framtiden, det kan vara företag som växer väldigt fort men har en dålig lönsamhet för tillfället. Därför är tillväxt och vilken marginal man har viktiga faktorer när man ska finna vilket P/e tal som är lämpligt vid värderingen. Men man ska inte bara ta hänsyn till intjäningen, man måste även ta hänsyn till hur mycket tillgångar det finns i företaget. Två företag med identisk intjäningsförmåga och värdering kan förtjäna olika P/e tal om det ena företaget t ex har dubbelt så mycket tillgångar.

Om man tänker sig ett företag som har en omsättning på 10 Mkr och där vinsten årligen är 1 Mkr. Tillväxten är nästan obefintlig men vinsten är stabil från år till år, men tillgångarnas värde är litet. Det kan då vara rimligt att en köpare är villig att betala P/e 10 för företaget, eftersom han i princip får igen sina pengar på 10 år och förhoppningsvis är bolagets värde kvar. Men om vinsten istället hade vuxit med 20 % årligen ökar naturligtvis priset eftersom köparen får in sina satsade pengar mycket fortare. Då kan man kanske motivera ett pris på 20 gånger vinsten. Vad gäller Hennes & Mauritz, där man inte kan förbättra sina marginaler avsevärt

och har en tillväxt på cirka 20 % årligen är det svårt att motivera P/e tal på över 70 som företaget hade under en viss tid. Det ligger något i talesättet som hävdar att ”när P/e talen är fem gånger högre än normalt i ett bolag så bör barn och åldringar hållas därifrån”.<sup>65</sup>

John Neff, en välkänd fondförvaltare hade en filosofi som byggde på att köpa aktier med väldigt låga P/e tal och där de negativa nyheterna var kända. Dessa bolag hade inga förväntningar på sig och goda nyheter kunde ha en lysande effekt på aktiepriset. Men om man å andra sidan köper succébolag där enorma saker förväntas och redan är inbyggda i priset, då kan minsta antydning om dåliga nyheter få aktiepriset att rasa.<sup>66</sup>

### 5.8.1 Genomgång av företagens P/e tal

Vinnarnas P/e tal har oftast legat i intervallet 13-18 gånger för det enskilda företaget. Tre företag har dock skiljt sig från detta mönster. Peab har under hela perioden haft en låg värdering då man pendlat mellan ett P/e tal på 6-8 gånger. Nokia och Hennes & Mauritz däremot har under vissa år haft värderingar på 70-80 gånger årets vinst. Men man ser ett tydligt mönster där alltför låga eller höga P/e tal inte håller under en längre period. De få tillfällen vissa företag har värderats till P/e 10 har det snabbt justerats uppåt. Det vill säga kursen har stigit utan att vinsterna gjort det.

Förlorarnas P/e tal har varit något lägre för tre av företagen och värderingen har under de flesta åren varit runt 13 gånger årets vinst. HL Display hade ett P/e på över 35 gånger under en tvåårsperiod men har de tre senaste åren legat mellan 15-20 gånger.

## 5.9 Utdelning

Man kan mäta aktieutdelningen på i huvudsak tre sätt; utdelningsandel, direktavkastning och utdelningstillväxt. Utdelningsandelen mäter hur stor del av företagens vinst som direkt går till aktieägarna. Direktavkastning är ett mått som anger utdelningen i procent av den aktuella aktiekursen. Detta mått visar vilken ränta aktieägarna får på sitt kapital om de köper aktier till nuvarande kurs. Historiskt sätt är direktavkastningen något lägre än vanlig bankränta. En hög direktavkastning kan i vissa fall tolkas som att förväntningarna på aktien är låga eller att man kanske tror att utdelningen ska sänkas. En låg direktavkastning kan i vissa fall förklaras med att aktiemarknadens förväntningar på aktien är hög. Aktiekursen har då drivits upp, vilket ger en låg direktavkastning. Ett tredje sätt att bedöma ett företags utdelning är att se på utdelningstillväxten, det vill säga hur snabbt utdelningen ökar. Om utdelningstillväxten är hög innebär detta oftast att lönsamhetstillväxten i företaget också är hög.<sup>67</sup>

---

<sup>65</sup> Hallgren, Örjan Finansiell Metodik

<sup>66</sup> Arnold, Glen. Corporate Financial Management

<sup>67</sup> Karlsson, Ingvar, *Aktiehandboken* (2000), s. 53f.

Enligt Glen Arnold finns det fem olika faktorer som styr utdelningen, en av dessa är signalering. Om ett företag har en viss utdelning vill ledningen inte gärna sänka den. Det skulle signalera att företaget har problem med likviditeten. Vidare finns det en teori kallad *Bird-in-Hand* vilket innebär att ägarna vill ha utdelningen i handen nu hellre än att vänta på en värdestegring som kan komma i framtiden eller rent av att utebli. Denna faktor är extra påtryckande i de fall förtroendet för ledning och VD inte är särskilt högt. Då vill aktieägarna hellre ha utdelningen än att ledningen ska förvalta den i form av nyinvesteringar. I företaget och dess framtidsutveckling är det en fördel om företags vinstpengar stannar i företaget och återinvesteras, åtminstone om förräntningen överstiger den som kan förväntas på marknaden.<sup>68</sup> Utdelningen bidrar till att investeringsmöjligheterna minskar och gör det svårare för företaget att växa. Även om ett företag generellt går bra och påvisar en positiv tillväxt kan det vara en fördel för företaget att inte öka sin utdelning för mycket. Aktieägarna skulle vänja sig vid en generell utdelningsökning som inte skulle hålla vid en lågkonjunktur för företaget.

### 5.9.1 Genomgång av företagets utdelning

Utdelningen för vinnarna har under vår undersökningsperiod haft en genomsnittlig tillväxt på 28,9 % per år. Vad gäller direktavkastningen har denna ökat med i genomsnitt 3,4 % per år under samma period trots att aktiekurserna har haft en gynnsam utveckling.

Utdelningstillväxten för förlorargruppen har haft en negativ genomsnittlig förändring per år på 10 %. Även hos förlorarna ser vi klara samband mellan utdelningen och direktavkastningen. Den genomsnittliga förändringen av direktavkastningen har här sjunkit med 17 % per år.

## 5.10 Bransch

När man analyserar företag bör man även se till vilka branscher de verkar i. Detta eftersom olika branscher har olika framtidsutsikter. En del branscher är konjunkturkänsliga vilket bidrar till att företagets utveckling följer börsens utveckling. Detta leder till att oavsett företagets framsteg och utveckling efterfrågas dess produkter och tjänster mindre vid en lågkonjunktur. En del stora företag har med tiden valt att bredda sitt utbud genom att gå in på nya marknader. De olika områdena behöver inte ha någon direkt anknytning till varandra. De företag som agerar på marknader där konjunkturläget skiljer sig åt klarar sig oftast bättre på grund av riskens spridning. Vid en högkonjunktur leder detta dock till att dessa företag inte får samma starka utveckling. Som placerare kan det vara en fördel att veta hur de stora branscherna ser ut och förhåller sig till varandra för att kunna satsa rätt och lägga sig på rätt risknivå. Vi kommer endast att belysa de

---

<sup>68</sup> Arnold Glen, Corporate Financial Management, sid 850

branscher inom vilka våra företag verkar. Bland de branscher som vi inte kommer att gå närmare in på är bl.a. skogsbolag och läkemedelsbolag.<sup>69</sup>

### 5.10.1 Verkstad

Verkstad är beteckning på en heterogen grupp företag inom industrisektorn. Det är en traditionellt konjunkturkänslig bransch. Företagen kan dock ligga i olika faser och därför drabbas inte alla företag vid samma tillfälle av nedgångar i konjunkturen.<sup>70</sup>

### 5.10.2 Bankerna

Det största hotet mot bankerna är när branscher till vilka bankerna har stora krediter får betalningsproblem. Exempel på detta såg vi för 10 år sedan med fastighets- och finanskraschen. Detta skapade kreditförluster för bankerna vilket också resulterade i att några banker gick i konkurs.<sup>71</sup>

### 5.10.3 Telekom

Denna bransch är väldigt riskfylld. Anledningen till detta är att dess verksamhet, det vill säga utveckling av trådlös kommunikation, kräver mycket forskning och utveckling. Framtiden är oviss och tekniken utvecklas otroligt snabbt.<sup>72</sup>

### 5.10.4 Investmentbolag

Investmentbolag är företag som investerar i andra bolag. Investmentbolagets aktieportfölj kan innehålla både noterade och onoterade bolag. Detta ökar därför den indirekta risken då informationen inte alltid är så fullständig för de onoterade företag och stockholmsbörsen hjälper inte till att matcha köpare med säljare.<sup>73</sup> Risknivåerna i de olika investmentbolagen kan variera kraftigt beroende på vilken inriktning ledningen väljer.

---

<sup>69</sup> Alfredsson, Magnus, *Aktier och fonder* (2002), s. 43

<sup>70</sup> Alfredsson, Magnus, *Aktier och fonder* (2002), s. 45

<sup>71</sup> Alfredsson, Magnus, *Aktier och fonder* (2002), s. 47-48

<sup>72</sup> Alfredsson, Magnus, *Aktier och fonder* (2002), s. 49

<sup>73</sup> Alfredsson, Magnus, *Aktier och fonder* (2002), s. 50-51

### 5.10.5 Fastighet

Fastighetsbranschen är en relativt konjunkturkänslig bransch. Detta eftersom efterfrågan på fastigheter minskar vid allmän lågkonjunktur. Från fastighetsbolagens sida kan man bara möta detta genom att sänka hyrorna för att göra dessa attraktivare. Resultaten för fastighetsbolagen brukar i detta läge försämrast.<sup>74</sup>

### 5.10.6 Handel

H & M utgör en stor aktör inom denna bransch på stockholmsbörsen. Detta företag har efter sina satsningar utomlands ökat tillväxtfaktorn för företagets framtid.. Företag inom handel brukar följa utvecklingen för de större branscherna på Stockholmsbörsen och speglar därför index.<sup>75</sup>

Våra undersökningsföretag agerar inom ett brett spektrum av branscher. Vi har funnit att det är två branscher som är representerade i båda ”grupperna”. Dessa är Verkstadsindustri och Handelsföretag. Det förekommer inga fastighetsbolag i förlorarna men i vinnarna är de representerade i tre fall.

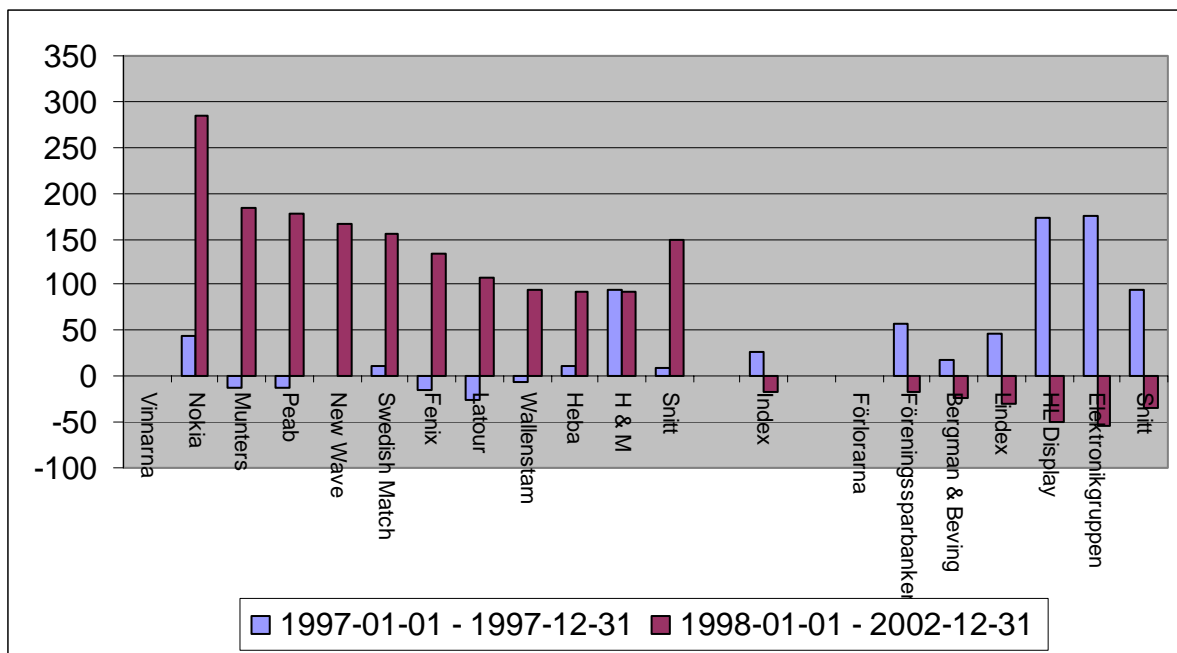
## 5.11 Kursutveckling året före undersökningen

Vår undersökningsperiod börjar 1998 och sträcker sig till 2002. Aktieutvecklingen under 1997 skiljde sig nämnvärt från vår period. Som framgår av diagrammet är skillnaden mellan vinnarna och förlorarna väldigt tydligt. Det som bör nämnas är att den blåa stapeln representerar ett år medan den lila representerar undersökningens fem år. Staplarna visar utvecklingen i procent.

---

<sup>74</sup> Alfredsson, Magnus, *Aktier och fonder* (2002), s. 52

<sup>75</sup> Alfredsson, Magnus, *Aktier och fonder* (2002), s. 52



**Diagram 2: Visar kursutvecklingen för undersökningsperioden samt för år 1997.**

## 6 Genomgång av företagen

---

*I detta kapitel ska vi redogöra för de faktorer vi anser vara de mest avgörande för respektive företags uppgång. Vi börjar med att redogöra för vinnarna, företag för företag. Därefter kommer vi att presentera förlorarna.*

---

*”Att investera utan att göra analys är som att spela poker utan att titta på korten” /Peter Lynch*

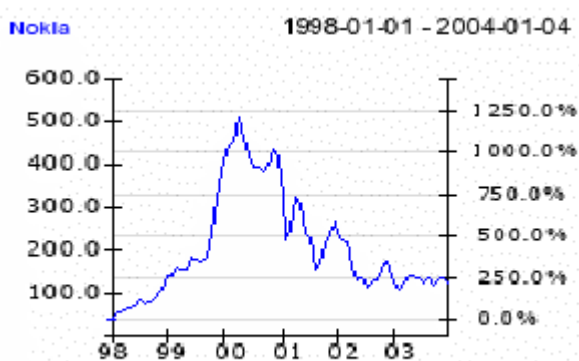
I den tidigare genomgången av enskilda faktorer kunde man se att det var svårt att hitta skillnader mellan vinnarna och förlorarna. Eftersom varje företag är unikt förklaras deras kursuppgångar av lite olika anledningar. För att få en uppfattning om ett företag är för lågt eller högt värderat räcker det inte med att undersöka endast en särskild faktor. Om man väljer att se på ett företags P/e tal och detta visar sig vara lågt behöver detta inte innebära att aktien är köpvärd. Genom att analysera de andra faktorerna kan de ge en förklaring till varför det är så lågt och om det är motiverat. Ett företag som värderas till 10 gånger årets vinst kan vara dyrt om det är verksamt på en döende marknad. På samma sätt behöver inte ett företag som värderas till P/e 30 vara dyrt. Om aktiekursen står i 100 kr och eget kapital per aktie är 90 kr, den årliga tillväxten är 30 % och bolaget är lönsamt, då är det billigt. Därför går det inte att generalisera och säga att alla bolag med ett visst P/e tal är lågt eller högt värderade. Företag med en tidigare dålig kursutveckling har visat sig vara en faktor som är betydelsefull. Men det är bara ett tecken på en framtida uppgång, man måste analysera hela företaget för att förstå om aktien är köpvärd. Alla de faktorer vi har undersökt är viktiga men om man bara ser på en faktor utan att se den i sitt sammanhang kan analysen bli felaktig. För att ha bättre möjligheter att se mönster och nya trender är det nödvändigt att man ser på företagets utveckling under en längre tidsperiod. Vi har valt en femårsperiod vilket gör att man t ex kan se trenderna i utdelningen eller om företagets lönsamhet är varaktig.

### 6.1 Genomgång av vinnarna

Vi har gått igenom varje företag noga och kan därför inte ta med allt material vi har tittat på. Här följer sammanfattningen av de faktorer vi bäst tycker förklarar varför varje enskilt företag har haft en sådan gynnsam kursutveckling. Vi börjar med största vinnaren och går i rangordning. Diagrammen som finns vid varje företag är hämtade från Dagens Industris hemsida och visar aktieutvecklingen för företagen.

## 6.1.1 Nokia

Nokia är en av världens största mobiltelefonföretag och finns i stora delar av världen. Det är ett stort företag som verkar på en framtidsmarknad där konkurrensen är stenhård. Nackdelen med att företaget är så stort är att man inte kan växa hur länge som helst då marknaden mättas. I slutet på 2002 värderades hela företaget till över 600 Mdr kr.<sup>76</sup>



Nokia nådde sin högsta punkt i början av år 2000 då kursen stod i nästan 500 kr, vilket är mer än en tiodubbling sedan 1998. I slutet på -98 hade man en rörelsemarginal på 19 % och Re på 39 % samtidigt som soliditeten var relativt hög på 52 %. Omsättningen ökade 50 % årligen med bibehållen lönsamhet. P/e talet var högt, 36 men eftersom vinsten växte fort

var det berättigat. När kursen i början av år 2000 började falla hade man ett P/e tal på över 83 vilket var svårt att motivera eftersom ingen visste hur länge den kraftiga tillväxten kunde fortsätta. Under hela år 2001 och år 2002 stod omsättningen nästan still. Det är väldigt svårt att växa fort under en längre tid eftersom marknaden mättas. Då branschen är så lönsam lockar det dessutom till sig nya konkurrenter.

Nokia har haft en fantastisk bruttovinstmarginal de senaste åren som har uppgått till över 60 %. En förklaring till detta kan vara att man har ett starkt varumärke och folk är villiga att betala lite extra för att få en telefon från Nokia. Eget kapital per aktie har tredubblats under femårsperioden från 8 kr till cirka 25 kr. Det är en stabil utveckling som visar att företaget efter alla investeringar har byggt sig starkare än vad det var för fem år sedan. Utdelningen har varit låg med en direktavkastning som oftast har understigit 1 %. De tre senaste åren har man i princip haft kvar samma utdelning. Vanligtvis har tillväxtbolag små utdelningar vilket är bra om de kan förränta kapitalet bättre än vad aktieägarna själva kan göra.

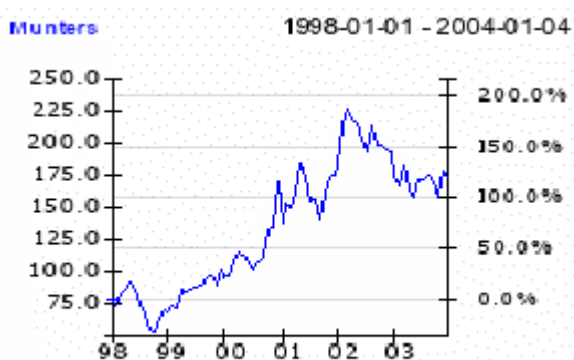
I slutet på 2002 är Nokias värdering mer attraktiv än tidigare. Man har en stark soliditet på 62 % men lyckas ändå uppnå en avkastning på eget kapital på 26 %. Rörelsemarginalen är 16 % och P/E talet är 21. Det viktigaste för Nokia är att tillväxten återigen tar fart och då kan även aktiekursen göra det.

<sup>76</sup> Samtliga företagsspecifika siffror är hämtade och bearbetade från företagets årsredovisningar. Detta gäller genomgående i kapitel 6 om inget annat anges.



## 6.1.2 Munters

Munters är världsledande inom fuktreglering med tjänster och produkter för vatten- och brandskadesanering samt avfuktning, befuktning och kylning av luft. En stor del av försäljningen går till livsmedels- och försäkringsindustrin. Vattenskador svarar för en stor del av försäkringsbolagens kostnader och istället för att riva och bygga nytt kan Munters avfuktningsteknik innebära stora besparingar. Bolaget värderades i slutet av 2002 till 4,7 miljarder kr. Munters introducerades på börsen i november -97 och fram till januari 1998 hann kursen backa med 11 %.



I slutet av 1998 hade Munters ett P/e tal på 14 och en rörelsemarginal på 8,5 %. Man hade en soliditet på 43 % och en hög räntabilitet på eget kapital på 25 %. Omsättningen hade ökat med 9 % under 1998. Munters var ett lönsamt företag som med en något snabbare tillväxt hade förtjänat en högre värdering. Under hela femårsperioden har eget kapital

per aktie ökat, från att 1998 ligga på 22 kr till att slutligen hamna på 46 kr.

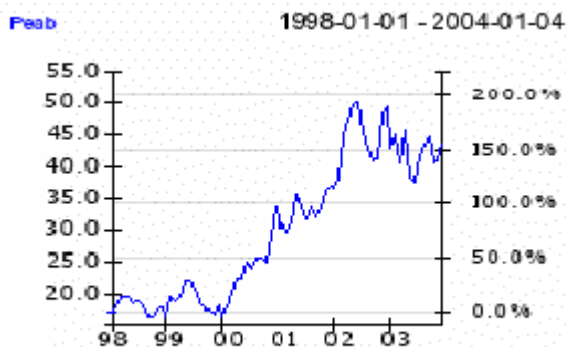
Vid mitten av år 2000 tilltog kursuppgången då lönsamheten var ännu lite högre än tidigare och omsättningen under hela år 2000 ökade med 22 %. I slutet av året värderades företaget till 23 gånger årets vinst vilket var relativt högt. Sedan steg kursen ytterligare för att nå sin topp en bit in på 2002, en anledning kan vara att vinsten ökade med 30 % under 2001. Då aktiekursen stod så högt är potentialen för framtida kursuppgångar begränsad, värderingen kvarstår om man fortsätter växa med 20 % årligen men vid dåliga nyheter kan den falla.

I slutet av 2002 håller man fortfarande ett mycket högt Re på 25 %, P/e talet har sjunkit till mer attraktiva nivåer runt 18. Munters är ett mycket välskött bolag men det innebär inte alltid att aktien är köpvärd.

## 6.1.3 Peab

Byggföretaget Peab har sin huvudsakliga verksamhet i Sverige men finns även i Norge och Finland. Bolaget värderades i slutet av 2002 till 4,3 Mdr kr.

Peab inledde sin kraftiga uppgång i början av år 2000. P/e talet låg strax över 5 vilket är det lägsta under de 5 åren. Vid samma intjäningsförmåga kommer en investerare att få tillbaka sin insats på 5 år om företaget väljer att dela ut alla sina vinster. Samtidigt hade han haft kvar det insatta kapitalet. Det som hände under 2000 fram till toppen 2001 var att omsättningen ökade kraftigt. Omsättningen gick

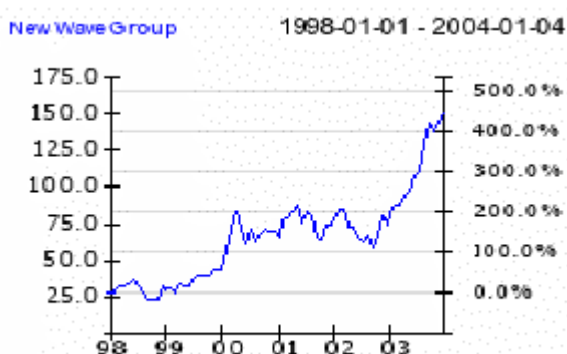


upp hela 35 % under perioden. Resultatet ökade med över 100 %. Då P/e talet låg still ledde det till en dubbling av kursen. Peab verkar vara en aktie som styrs av företagets vinster, nyckeltalen ger inte mycket vägledning. Både P/s och P/e talen har legat på ungefär samma nivå under hela perioden. Man skulle kunna säga att de har hittat något slags jämviktsläge.

### 6.1.4 New Wave

New Wave är ett litet företag som har stora möjligheter att fortsätta växa i Europa. Det är ett tillväxtföretag som verkar inom två affärsområden, dels med försäljning av profilkläder till återförsäljare, dels på detaljhandelsmarknaden via butiker i främst present-, sport- och skofackhandeln med starka varumärken.

Aktien började sin kraftiga uppgång i slutet på -98 och fortsatte under 1,5 år fram till år 2000. Då nådde den sin topp och tre år senare stod inte kursen högre än vad den gjorde då. Företaget introducerades på börsen 1998 och hade då en rörelsemarginal på endast 6 % och ett P/e tal på över 14 gånger. Med en omsättning på 720 Mkr och ett börsvärde på strax över 190 Mkr fanns det en stor potential att förbättra vinsterna om man bara kunde förbättra sin rörelsemarginal.



Innan nästa uppgång tog vid i slutet på 2002 hade New Wave ett P/e på låga 10,5 efter att hela tiden ha värderats till mellan 13-15 gånger årets vinst. Man har under femårsperioden förbättrat sin bruttovinst successivt från 33 % till 44 % och avkastningen på eget kapital ökade från 11,5 % till 22 %. Rörelsemarginalen har legat på över 10 % de tre senaste åren

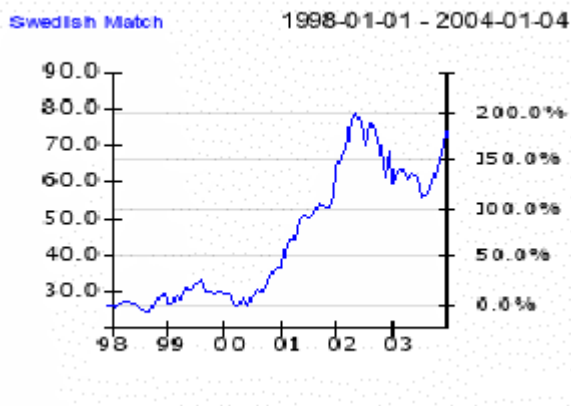
samtidigt som man har haft en kraftig omsättningstillväxt sedan 1998, den har mer än fördubblats.

Eget kapital per aktie har stigit från 14 kr till 35 kr under femårsperioden, vilket visar på att företagets verkliga värde hela tiden växer. Soliditeten ligger stabilt under åren mellan 35 och 40 %. Detta är relativt lågt och kan vara en förklaring till att man har ett högt Re men det är ändå en mycket bra utveckling. Man har en låg direktavkastning på cirka 2 % men man har hela tiden ökat sin utdelning vilket kan ge en bild av att det går bra för företaget.

Det som kan ha fått fart på kursutvecklingen efter att aktiekursen mest stått och stampat kan vara att man under 2002 fick en ordentlig ökning av omsättningen med 33 % och resultatet steg med 45 %.

### 6.1.5 Swedish Match

Swedish Match är ett globalt tobaksföretag som i slutet på 2002 värderades till cirka 24 miljarder kr. Verksamheten är indelad i sex affärsområden där snus står för en femtedel av omsättningen men nästan hälften av resultatet. Snus är också det enda området med någon försäljningsökning. Ett ökat hälsomedvetande har lett till att många rökare byter till snus och med en miljard rökare i världen är marknaden enorm. Swedish Match har en strategisk inriktning som arbetar i linje med samhällstrenderna därför satsar man numera mest på rökfria produkter.



Aktiekursen började inte röra på sig förrän en bit in på år 2000. Hela uppgången skedde under 1,5 år.

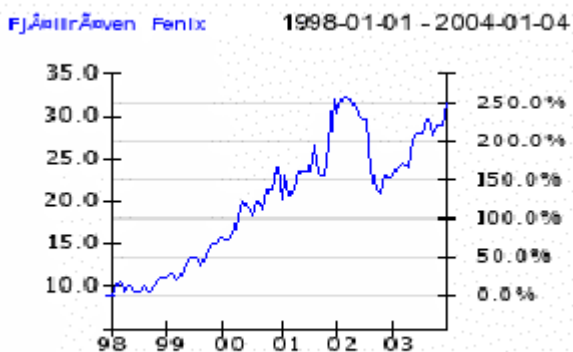
I slutet på 1999 strax innan uppgången tog fart hade Swedish Match ett P/e tal på 13 och en rörelsemarginal på 18 % och det året hade försäljningen ökat med 15 %.

Direktavkastningen var strax över 4 % och man hade en bruttovinst på 45 % som visserligen hade sjunkit med 5 procentenheter jämfört med året innan. Men det såg ändå lovande ut för tobaksföretaget.

Under hela 2002 var tillväxten obefintlig och det tillsammans med att kursen hade stigit mycket tidigare har varit viktiga orsaker till att kursen sjunkit något. I slutet på 2002 hade företaget fortfarande en bruttovinst på 45 % och en rörelsemarginal på 18 %. Avkastningen på eget kapital uppgick till 35 % vilket är väldigt högt. Soliditeten var endast 30 % vilket gör det lite lättare att få ett högt Re, dessutom har man gjort en del återköp av aktier vilket också höjer värdet. Eget kapital per aktie har ökat stadigt under femårsperioden från 5 kr till nästan 12 kr. Tror man på en stark tillväxt inom framförallt snus kan värderingen på Swedish Match vara väldigt lockande. Det är naturligt att fokus hamnar på tillväxt då man under en lång tid har visat att man kan driva sin verksamhet med en hög lönsamhet.

## 6.1.6 Fenix

Fenix utvecklar, marknadsför och säljer utrustning för fritid och friluftsliv. Kläder för alla väder, ryggsäckar, tält och sovsäckar är bara några exempel från deras utbud. Det är ett mindre företag vars mål är att fortsätta växa både organiskt och via förvärv i Europa. Fenix är ett mindre företag som i slutet av 2002 värderades till cirka 300 miljoner kr.



Aktiekursen började röra på sig i början av 1999 när den stod i 11 kr och man hade ett eget kapital per aktie på 6,40 kr och ett P/e tal på 14. Direktavkastningen var 4 % och lönsamheten var godkänd med ett Re på 12 %. Sedan tog det ännu bättre fart och i början av år 2000 hade man en avkastning på eget kapital på 27 % och en

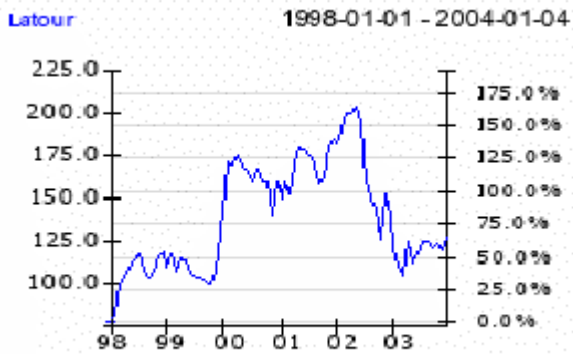
rörelsemarginal på 10 % och P/e talet hade sjunkit till 9.

Fenix har inte haft en riktigt hög värdering under den undersökta perioden, man har t ex inte värderat vinsterna till mer än 15 gånger. I slutet av 2001 gick aktiekursen upp mycket på kort tid vilket kan bero på att man ökade omsättningen med över 40 %, delvis via förvärv. Trots detta behöll man sin höga lönsamhet. Ett år senare stod kursen på en lägre nivå än innan uppgången. Omsättningen hade ökat med ytterligare 40 % men under 2002 började lönsamheten försämras. I slutet av året hade man en avkastning på eget kapital på 11 % och en rörelsemarginal på 6 %. Soliditeten var fortsatt stark på över 55 % och bruttovinsten på cirka 49 % var stabil sen flera år tillbaka. Fenix värderades då till 300 miljoner kr medan omsättningen var på 500 miljoner kr. Detta är för lågt för ett bolag som historiskt sett alltid haft en mycket hög lönsamhet. Eftersom omsättningen har fördubblats på två år har också kostnaderna ökat men när man får en högre lönsamhet kan P/e talet sjunka dramatiskt.

Trots att aktiekursen har ökat mycket under femårsperioden har bolaget hela tiden haft en lika gynnsam utveckling. Eget kapital per aktie har under perioden ökat från 6,40 kr till nästan 14 kr. Detta är mycket bra med tanke på att aktiekursen i slutet av 2002 var 23 kr. Visserligen var en fjärdedel av tillgångarna immateriella men värderingen var ändå alldeles för låg.

## 6.1.7 Latour

Latour är ett företag som har två olika verksamhetsgrenar, dels sysslar man med aktieförvaltning och kan i det avseendet ses som ett investmentbolag, men man har även dotterföretag inom textil, verkstad och luftbehandling. I det avseendet är man mer ett verkstadsbolag.



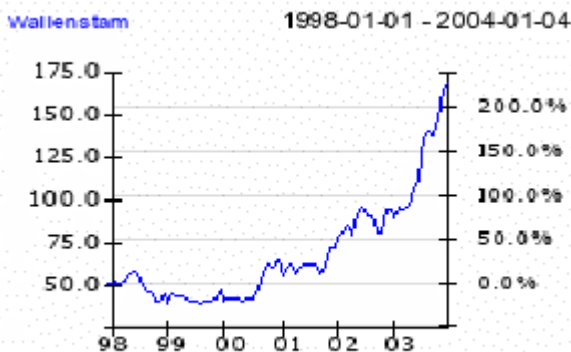
Latour har två kraftiga kursförändringar under den tid vi tittat på företaget. Den första inträffar i slutet av 1999. Den andra är ett kraftigt ras som börjar i början av år 2002. Hade man kunnat förutse uppgången 99 och fallet 2002? Svaret är ja, tittar man på de nyckeltal som fanns tillgängliga vid dessa tidpunkter finner vi att i slutet

av 99 handlades Latour med en substansrabatt på 60 %, substansvärdet den 30 september var 162 kr, aktiekursen 101 kr. Detta är givetvis en alldeles för stor rabatt. Samma sak gäller för 2002. Då var rabatten endast strax över 10 %. Aktiekursen var 141 kr substansvärdet 156 kr. Notera att substansvärdet är lägre än i slutet av 99 kursen är 40 % högre. Självklart är det svårt att veta exakt när man ska gå in respektive ut ur aktier baserade på enstaka nyckeltal men trenderna är ganska klara.

### 6.1.8 Wallenstam

Wallenstam är ett fastighetsbolag som har ca 300 fastigheter, främst i Stockholm, Göteborg och Helsingborg. Bolaget har varit noterat på Stockholmsbörsen sedan 1984. Omsättningen ligger strax över 1 mdr kr.

Wallenstams aktieutveckling har varit stadig under hela perioden. Det är lite märkligt med tanke på att vinsten verkligen har varierat över tiden. Det har medfört att P/e talet åkt bergochdalbana mellan 5 och 20. Anledningen till detta är att år 1999 och år 2000 var vinsten från fastighetsförsäljningar väldigt stora. Det

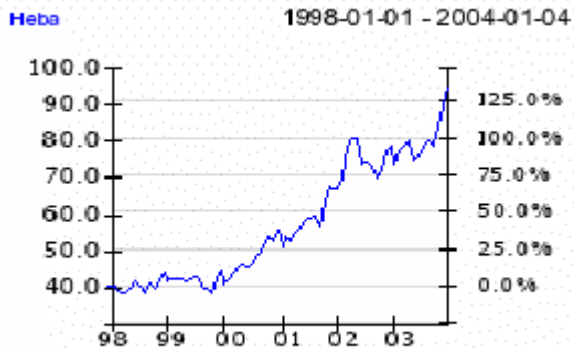


ledde i sin tur till att vinsterna blev ovanligt stora, vilket drog ner P/e talen. Marknaden uppfattar dessa intäkter som extraordinära poster och reagerar därför inte särskilt på dessa extra vinster. Aktien verkar istället värderad efter P/s talet, som under perioden ligger stadigt, med något liten ökning.

### 6.1.9 Heba

Heba är ett fastighetsbolag som i slutet på 2002 värderades till strax över en miljard. Fastighetsinnehavet består till en övervägande del av bostäder i starkt

efterfrågade lägen i Stockholm, på Lidingö och i centrala Huddinge. Heba har en ovanlig utdelningspolitik där man delar ut 80 % av resultatet efter skatt.



Hebas aktiekurs har under femårsperioden stigit 91 %, året innan var uppgången 12 % vilket var lägre än index på 26 %. Om man hade sett till vilket värde aktieägarna har fått under vår undersökningsperiod hade siffran varit ännu högre då man under dessa fem år har haft en direktavkastning mellan 12-15 %.

Trots att man delar ut så mycket har man ändå lyckats behålla en del av företagets vinster vilket eget kapital per aktie visar som har ökat från 10 till 15 kr. Men eftersom eget kapital trots allt inte har växt så mycket blir det lättare att få ett högt Re.

Aktiekursen började stiga i början på år 2000. P/e talet låg på 15 vilket inte är så lågt med tanke på att tillväxten är mycket liten. Avkastning på eget kapital låg på nästan 27 % och soliditeten på 22 %. Man hade en låg tillväxt på 3 % men en direktavkastning på mer än 15 %. Fastigheternas bokförda värde var 47 kr per aktie medan aktiekursen endast var 45 kr. Detta var enda gången under femårsperioden som det bokförda värdet översteg aktiekursen.

I slutet på 2002 är P/e talet fortfarande 15 men avkastningen på eget kapital har ökat kraftigt till 36 % men en del av ökningen beror på fastighetsförsäljningar. Direktavkastningen har minskat till 12 % och den faktiska utdelningen har också gått ned med 3 % jämfört med året innan. Börskursen den 31/12 2002 var 78 kr medan fastigheternas bokförda värde var 58 kr. Det innebär att värderingen har höjts om man jämför med hur det såg ut innan uppgången påbörjades i början på år 2000.

En fördel med fastighetsbolag är att vinsterna är relativt stabila på grund av att hyrorna inte skiljer sig så mycket från år till år. Dessutom kan värdet på fastighetsbeståndet öka, dock ska man ha i åtanke att värdet på fastigheter i vissa områden kan minska.

### 6.1.10 Hennes & Mauritz

Hennes & Mauritz är en klädkedja som säljer via detalj- och postorderhandel. Verksamheten bedrivs främst i Europa men finns numera även i USA. I slutet på 2002 värderades företaget till närmare 160 miljarder kr. För att kunna fortsätta växa i den takt man har gjort tidigare måste man expandera på andra marknader. Därför har USA blivit den nya viktiga marknaden men samtidigt ökar det risken då man inte vet om konceptet är lika lyckosamt där.



Hennes & Mauritz 1998-01-01 - 2004-01-04



Aktien har under femårsperioden stigit med 91 %. Året före vår undersöknings-period, mellan år 1997 och 1998 steg kursen med hela 95 %. Efter den starka utvecklingen fortsatte H & M aktien att rusa vidare i ytterligare två år för att i början på år 2000 nå sin topp. Då hade den stigit cirka 200 % från 1998.

I början av 1998 hade man ett P/e tal på 44 men man hade en försäljningsökning på cirka 25 % årligen. Dessutom hade man en räntabilitet på eget kapital på 29 % vilket är fantastiskt då H & M i princip är obelånat med en soliditet på 72 %. Rörelsemarginalen var nästan 14 %. När kursen nådde sin topp i början på år 2000 värderades H & M till 73 gånger årets vinst. Trots att man hade förbättrat sina nyckeltal ytterligare var värderingen ändå orimlig. Man hade en försäljning på cirka 30 miljarder kr samtidigt som man värderades till över 220 miljarder kr. För att kunna motivera så höga P/e tal måste man växa mycket fortare. Men det är väldigt svårt för ett så stort bolag som dessutom verkar på en mogen marknad.

I slutet på 2002 hade P/e talet sjunkit till 28 och bolaget kom ikapp sin höga värdering. Man hade sin högsta lönsamhet någonsin under femårsperioden där rörelsemarginalen var 18 % och avkastningen på eget kapital var 33 %. Tillväxten hade minskat lite men uppgick ändå till 15 % under 2002. Företaget har länge haft en högre värdering vilket är motiverat då man har ett högt förtroende hos marknaden och oftast levererar det man har lovat. En annan styrka hos bolaget är att man har ökat eget kapital per aktie under femårsperioden från 10 till 23 kr. Det visar att företaget inte bara ökar sina vinster utan även blir starkare år efter år.

## 6.2 Genomgång av förlorarna

Nedan följer genomgången av förlorarna. Den är uppbyggd på samma vis som genomgången för vinnarna. Vi börjar med den bästa av förlorarna för att avsluta med de förlorarföretag med sämst kursutveckling..

### 6.2.1 Föreningssparbanken

Föreningssparbanken 1998-01-01 - 2003-12-12



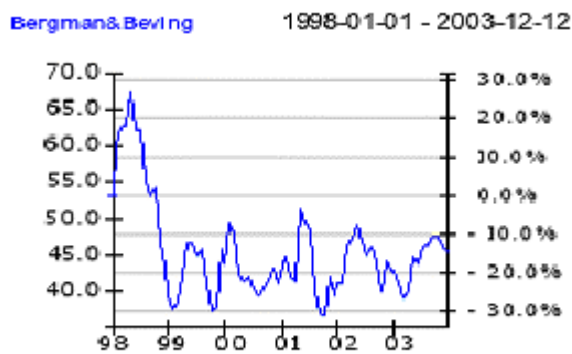
Föreningssparbanken är i första hand en bank för privatkunder, men även små företag och kommuner ingår bland kunderna.

Sedan en bit in i februari 1998, då aktien nådde sin topp, har aktien fallit. Här var det P/e talet som var den varningsklocka man skulle ha lyssnat efter. Ett normalt P/e för banken verkar ligga runt 12-15, på toppen låg det på strax över 20. Mycket riktig föll också aktien till ett mer motiverat P/e tal. Omsättningen sjönk också under 1999.

## 6.2.2 Bergman & Beving

Bergman & Beving är en internationellt verksam handelskoncern med verksamhet inom två områden. Tools verksamheten förser tillverkande industri med verktyg, skyddsutrustning, fästelement och andra förnödenheter. MediTech förser laboratorier inom forskning, vård och industri med laboratorieinstrument och förbrukningsmaterial. Företaget har ett brutet räkenskapsår som bryts i slutet av mars. Dessutom delade Bergman & Beving ut ett dotterbolag i slutet av 2001 som också är börsnoterat, Addtech & Lagerkranz Group. Detta gör jämförelser mellan åren svårare. Men man kan ändå avgöra om företaget var övervärderat i början av 1998, strax innan kursen halverades.

I början av 1998 hade man ett börsvärde på 4,6 Mdr och då vinsten uppgick till



275 Mkr hade man ett P/e tal på 17. Med hänsyn till att tillväxten under flera år varit i princip stillastående är detta för högt. Man hade en låg rörelsemarginal på cirka 4 % vilket inte är märkvärdigt då bruttovinsten endast uppgick till 27 %. Soliditeten var 48 % och företaget kunde uppvisa ett Re på 17 % vilket var

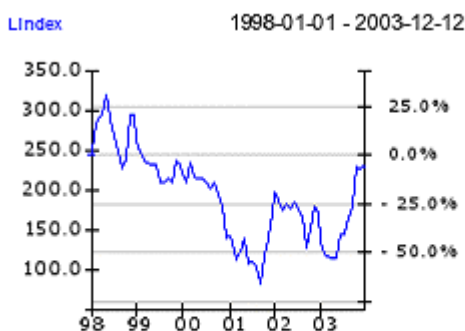
förhållandevis högt. Utdelningen var varken hög eller låg med en direktavkastning på strax över 2 %. En tredjedel av börsvärdet bestod av eget kapital i en till synes stark balansräkning. Kursnedgången var kanske omotiverat stor men inte oväntad. Redan i början av 1998 var värderingen hög då inga av våra faktorer var särskilt anmärkningsvärda och kunde inte förklara Bergman & Beving's höga värde.

Värderingen var mer tilltalande i slutet av vår undersökningsperiod då företaget hade ett P/e tal på 11, utdelningen hade ökat och man hade en direktavkastning på 5 %. Rörelsemarginalen var oförändrad och Re hade sjunkit till 12 %. När börskursen var 40 kr uppgick eget kapital per aktie till 30 kr. Bergman & Beving är ett stabilt företag som hela tiden genererar nya vinster. Om aktiekursen inte ökar och man kan uppvisa en årlig vinst runt 4 kr per aktie och man bibehåller en utdelning om 2 kr. Då skulle det innebära att efter fem år skulle företagets aktiekurs vara lika stor som eget kapital per aktie. Vilket är orimligt på längre sikt för ett vinstdrivande företag. Det visar att det finns möjligheter för att aktiekursen ska öka i framtiden, den stora nackdelen är dock att omsättningstillväxten i stort sett är obefintlig.



### 6.2.3 Lindex

Lindex är likt H & M en klädkedja, men är inte alls av samma storlek. Man har försäljning i Norden och Tyskland genom varumärket Lindex. Med varumärket Twilfit har man försäljning i Sverige.

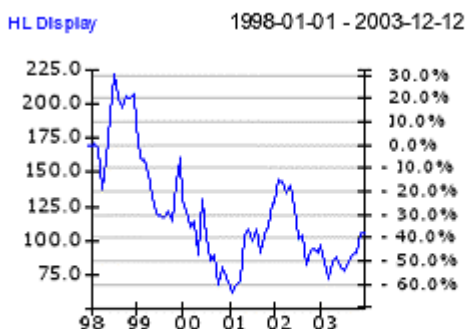


Lindex, som tillhör förlorarna, inledde sitt ras på Stockholmsbörsen i början av 1998. Aktien hade haft en kraftig uppgång under -97 som hade gjort aktien övervärderad. P/e talet låg nu på 24, en hög värdering som sedan dess justerats ned till 15. Annars har Lindex haft en stadig ökning av omsättningen vilket är positivt när man beaktar att företaget

visar vinster varje år.

### 6.2.4 HL Display

HL Display är Europas ledande leverantör på produkter och lösningar för att exponera varor i butiker och därmed öka försäljningen. Företaget finns i hela Europa men har även börjat expandera i Asien och delvis i USA. Man hade i slutet av 2002 ett börsvärde på 700 miljoner kr.



Under vår undersökningsperiod har HL Displays aktiekurs sjunkit med nästan 50 % vilket är mycket sämre än index. En del av förklaringen ligger i att året före vår undersökningsperiod gick aktiekursen upp med 173 %.

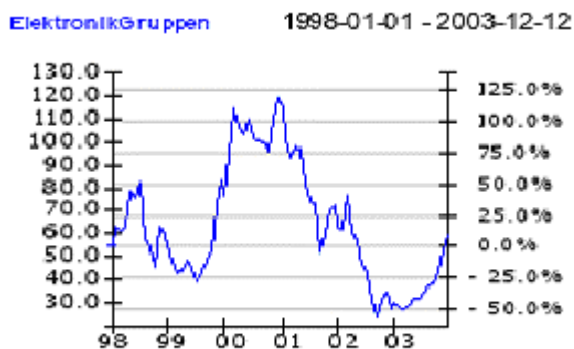
I slutet av år 1998 hade HL Display ett börsvärde på 1 580 miljoner kr samtidigt som försäljningen var 646 miljoner kr och marknaden hade nog övervärderat bolagets tillväxtpotentialer en aning. P/e talet var högt, man värderade årets vinst till 35 gånger. Men lönsamheten var god med en rörelsemarginal på nästan 11 % och en avkastning på eget kapital på 24 %. Det är ett högt Re med tanke på att belåningen i företaget var låg då soliditeten var 52 %. Förklaringen till nedgången är att

bolaget hade en strålande kursutveckling under år 1997 i kombination med att det var högt värderat. När rörelsemarginalen sedan försämrades och nådde sin lägsta punkt på 5,5 % i slutet av år 2000 stod aktiekursen som lägst.

I slutet av 2002 ser bolaget betydligt bättre ut men lönsamheten är inte särskilt hög. Man har en rörelsemarginal på nästan 7 % och ett Re på 15 %. Men värderingen har minskat avsevärt då man numera har ett P/e tal på 16 och nu är försäljningen 1 150 miljoner kr och börsvärdet är endast 700 miljoner kr. Lönsamheten är inte stabil utan pendlar en del mellan åren vilket skapar en viss osäkerhet när man ska bedöma framtida vinster. Man har en hög bruttovinst på 47 % vilket gör att värderingen inte alls känns omotiverad. Får man bara ordning på lönsamheten är potentialen stor, då kan vinsten stiga kraftigt eftersom man har en hög försäljning. För att aktiekursen ska kunna stiga i framtiden måste tillväxten vara högre än de 8 % bolaget växte med under år 2002. Det ska inte vara omöjligt då man har växt fortare under tidigare år. Man har under åren haft en låg utdelning, där direktavkastningen har pendlat mellan 1-2 %. Men den faktiska utdelningen har ökat lite från varje år utom 1999 då den var samma som året innan. Eftersom vinsterna inte har varit så stora har inte heller eget kapital per aktie vuxit så mycket under femårsperioden. I slutet på 1998 var eget kapital per aktie 26 kr medan börskursen var 205 kr. Det som är anmärkningsvärt är att i slutet på 2002 uppgick börskursen till 91 kr samtidigt som eget kapital per aktie då var 41 kr. Det är en stor förändring på så kort tid vilket på sikt borde resultera i en bättre kursutveckling.

## 6.2.5 Elektronikgruppen

Elektronikgruppen är ett litet företag vars verksamhet går ut på att leverera produkter, tjänster och kompletta nätverkslösningar till den europeiska elektronik, telekom och dataindustrin. Det är ett litet företag som i slutet av 2002 hade en försäljning på 542 Mkr och ett börsvärde på 151 Mkr.



I början av 1999, några månader innan den kraftiga uppgången tog fart, kunde man se att det såg bra ut för företaget. Man hade ett högt Re på 24 % trots en stark soliditet på nästan 60 %. P/e talet var låga 13 och en tredjedel av aktiekursen bestod av eget kapital. Det fanns goda möjligheter att kunna förutsäga Elektronikgruppens uppgång. Två år senare, i slutet av

år 2000 när aktien stod på topp var P/e värderingen fortfarande 13 och lönsamheten var högre än tidigare och året innan hade man haft en tillväxt på 40 %. Om detta hade bestått hade värderingen inte varit för hög.

När lönsamheten sedan började falla under 2001 gjorde även aktiekursen det. I slutet av året hade rörelsemarginalen halverats till cirka 5 % jämfört med året

innan och Re hade mer än halverats till 15 %. Tillväxten var obefintlig men efter det kraftiga kursfallet var P/e talet fortfarande 13. Nu hade man dessutom en soliditet på nästan 70 % och eget kapital per aktie var 39 kr samtidigt som aktiekursen var 70 kr. Då lönsamheten svängde så mycket var osäkerheten ändå stor.

Under 2002 halverades kursen återigen då omsättningstillväxten minskade med mer än 20 % och man började göra förluster för första gången under femårsperioden. Elektronikgruppen hade i slutet av 2002 ett börsvärde på 151 Mkr samtidigt som man hade ett eget kapital på närmare 190 Mkr. Man gjorde en förlust under året på nästan 30 Mkr. Därför var osäkerheten stor då man aldrig kan veta hur länge man kommer att ha ett negativt kassaflöde. Ett företag som blöder är något av det värsta som inträffa då det urholkar bolagets värde. Det bästa man kan göra är att invänta tills man ser att läget har stabiliserats och lönsamheten har återkommit. Då kan man se vilka skador som har skett och hur mycket poster som eget kapital per aktie har minskat.

# 7 Analys

---

*Vi ska här analysera de resultat vi har kommit fram till i vår undersökning. Efter att ha studerat 10 vinnarföretag och 5 förlorarföretag ska vi nu se om vi kan ta fram en strategi för aktieplaceringar. Vi kommer att presentera de likheter och skillnader som vi har funnit mellan dessa företag för att se vilka faktorer som har inverkat mest på kursutvecklingen.*

---

*"De flesta skulle hellre dö än tänka. Många gör det." /Bertrand Russell*

## 7.1 Inledande analys

I detta kapitel kommer vi att analysera samtliga faktorer. Vi ska väva samman teorin från kapitel 4, 5 och 6 med den empiri som vi arbetat fram. Vi börjar gå igenom de faktorer där vi inte funnit nämnvärda skillnader mellan vinnarna och förlorarna. Vidare granskar vi varje faktor var för sig för att sedan kunna dra paralleller och slutsatser utifrån faktorernas samverkan med varandra. Vi anser att varje faktor som vi belyst måste ses i en helhet med de andra. Företagen kommer inte att redogöras var för sig utan endast generella resultat tas upp. Enstaka företag kommenteras då de tydliggör vår analys och gör den mer lättförståelig.

## 7.2 Betydelsefulla faktorer

Förändring av utdelningen var en faktor som skiljde vinnare från förlorare. Vinnarna ökade sin utdelning under perioden med i genomsnitt 176 % medan förlorarna sänkte sin med 33 %. Att kursutvecklingen då också varit sämre stämmer med signaleringsteorin som säger att sänkt utdelning visar på att företaget kan ha problem och därför behöver pengarna bättre. Investerare drar sig då undan vilket ger en fallande kurs.

Förändringen i utdelningen för både vinnarna och förlorarna var inte bara ett genomsnitt under perioden utan utdelningarna höjdes respektive sänktes varje enskilt år.

Omsättningstillväxten var väsentligt lägre hos förlorarna. De växte med ungefär 8 % i snitt över de 5 åren. Vinnarna hade dubbelt så hög tillväxt, 16 %. Det kan förklara en del av vinnarnas kursuppgång då det är rimligt att aktiekursen stiger om omsättningen ökar i lönsamma bolag. Därför är det viktigt att fokusera på tillväxt vid investeringar.

Kursutvecklingen innan undersökningsperioden fann vi betydelsefull. Den avgjorde i hög grad hur kursutvecklingen skulle gå under den närmaste framtiden. Alla 10 vinnarna utom H & M och Nokia hade en sämre utveckling än index

under 1997 och en portfölj med alla dessa aktier hade gett en avkastning på cirka 10 %. Förlorarna å andra sidan hade i en gemensam portfölj gett en avkastning på nästan 94 %, vilket var betydligt bättre än index.<sup>77</sup> Detta kopplar vi till teorin om över- respektive underreaktioner på marknaden. Marknadens aktörer kommer förr eller senare att uppdaga denna felaktiga prissättning och då återgår kursen till sitt rätta värde. Detta mönster har varit mycket tydligt i vår undersökning. Anledningen till att man hittar många av de framtida vinnarna bland förlorarna är att dessa har blivit undervärderade då marknaden överreagerat. Givetvis kan även ett företag som nyligen har fördubblat sin kurs vara undervärderat men det är troligare att man hittar dem bland tidigare förlorare.

Enligt dessa resultat är strategier där man väljer förra årets vinnaraktie förkastliga, tvärtom borde man satsa på dem som har gått sämst. Men istället för att satsa i blindo på dem med sämst kursutveckling ska man förfina metoden ytterligare genom att hitta de företag som är lägst värderade och har goda framtidsutsikter.

P/e talen har kunnat användas som en varningsklocka under vår undersökningsperiod. Vid väldigt höga P/e tal har den underliggande aktien återgått till en mer rimlig nivå. Bland de tydligaste exemplen kan nämnas Nokia och H & M. I början av 1999 värderades H & M till 73 gånger årets vinst. Omsättningen uppgick till cirka 30 miljarder kr och hela företaget värderades till mer än 220 miljarder kr. Med en sådan omsättning är det rimligt att göra en vinst på omkring 3 miljarder kr, vilket H & M också gjorde. Även om denna vinst skulle öka med 20 % årligen under fem år, vilket också är ett rimligt antagande då H & M är ett stort företag på en mogen marknad. Först då får man en rimligare värdering med ett P/e tal på 30 men då har aktiekursen inte gått upp en krona på fem år.<sup>78</sup> Därför finns det ingen potential uppåt för aktiekursen för bolag med så höga värderingar samtidigt som risken är mycket hög om något dåligt inträffar. Detta visar att oavsett hur bra det går för företaget kan det bli övervärderat.

Något vi kommit fram till, som kan sägas om flera av faktorerna, är att det inte går att sätta fasta gränser vid vilket tillfälle man ska köpa eller sälja. Därför kan vi inte ge några enkla råd. Istället måste den som är intresserad av att ge sig in på aktiemarknaden sätta sig in i en mycket mer komplicerad värld.

Eget kapital per aktie hos förlorarna blivit en ansevärd del av aktiekursen i slutet av 2002. Anledningen är att deras aktiekurser sjunkit samtidigt som de visat vinst. Bland dessa företag utgör eget kapital per aktie i 3 av 5 fall mellan 70-120 %, och i de andra två ligger det på cirka 45 % av aktiekursen. Vinnarnas aktiekurser däremot har stigit i ungefär samma takt som vinsterna varför deras kvot är mer stabil under femårsperioden. För vinnarna har nivåerna legat mellan 20-40 %, med undantaget Peab som ligger på 67 %.

Eftersom vi använde oss av Re som ett urvalskriterium har vi även undersökt om vinnarna ligger högre än förlorarna. Det visade sig att det var en väsentlig skillnad mellan grupperna. Förlorarna hade ett gemensamt snitt över de 5 åren på strax

---

<sup>77</sup> Diagram 2

<sup>78</sup> H & M årsredovisning 2002

över 16 %, alltså precis över gränsen för att komma med i undersökningen. Vinnarföretagen däremot visade upp betydligt bättre resultat. Deras snitt ligger på 26 %. Detta visar att aktiemarknaden tar stor hänsyn till vinster. Det innebär att Buffetts tankar om att fokusering på en ökning av eget kapital ska vara det viktigaste vid aktieplaceringar. Detta är något som vi själva känt ska vara det som styr aktier, eftersom det trots allt är en del av företagets vinster som man köper när man köper aktier.

Rörelsemarginalen har genomgående varit högre hos vinnarna. Detta visar att vinnarna är bättre på att driva sin verksamhet. I snitt hade vinnarna en marginal på 11 % över de 5 åren, förlorarna däremot låg på 6,5 %. Det anser vi vara en så pass tydlig skillnad att man bör använda faktorn när man överväger att investera i ett bolag. Dock finns det i vår undersökning ett undantag, Peab hade ett snitt som var väldigt utmärkande nedåt. Peab hade en rörelsemarginal på ca 3 % men lyckades trots detta uppnå ett högt Re.

### 7.3 Mindre betydelsefulla faktorer

Ett par av de faktorer som vi gick igenom i kapitel 5 visade sig vara mindre relevanta i vår undersökning. Det förelåg alltså ingen större skillnad mellan vinnarna och förlorarna gällande soliditet, bransch, storlek och bruttovinstmarginal.

När vi studerat soliditeten ser vi att spridningen är så stor att något mönster inte kan urskiljas. Snittet på vinnarföretagen är dock något lägre, vilket sammanfaller med teorin om att lägre soliditet ger högre avkastning på det egna kapitalet och därmed en bättre kursutveckling. Som framgår av diagrammet om vinnarsoliditeten kan vi inte urskilja något mönster och således kan vi inte hitta en optimal soliditet.

Bransch är också en faktor som vi fann mindre betydelsefull. Vi har sett att det inte nödvändigtvis spelar någon roll vilken bransch företagen verkar inom. Som vi kan konstatera är de flesta branscher representerade bland våra företag. Några branscher finns dessutom bland både vinnarna och förlorarna. Vi kan därför inte rekommendera läsarna att inrikta sig på någon speciell bransch. Är det ett bra företag så spelar inte branschen så stor roll, företaget blir lönsamt ändå. Under kortare perioder har branschtillhörighet dock varit central. De företag som var verksamma inom IT-branschen under åren 1998-2000 upplevde kraftiga kursuppgångar nästan uteslutande tack vare denna faktor. Dessa företag hade inte ens klarat vår första gallring då de aldrig visat vinst utan endast en tillfällig kursuppgång.

Storlek på företaget har inte haft någon större betydelse i vår undersökning. Teorin säger att mindre företag ska ge en högre avkastning över en längre tidsperiod. Vi menar att om företaget är bra och värderingen låg ska man inte undvika att köpa ett bolags aktier på grund av dess storlek. Det finns visserligen undantag, enorma företag har naturligtvis begränsade tillväxtpotentialer vilket i sin tur sänker värdet på bolaget.

Både vinnare och förlorare har påvisat en hög bruttovinstmarginal. Här finner vi inga större skillnader. Skillnaden kan istället ligga i hur effektivt företaget hanterar sina övriga kostnader.

## 7.4 Fortsatt analys

En viktig upptäckt vi har gjort är att man måste se på ett företag ur flera vinklar då det kan vara missvisande att bara fokusera på enskilda nyckeltal. Genom att undersöka de 11 faktorerna under en femårsperiod får man en relativt klar bild över hur företaget ser ut och hur mycket det skulle kunna vara värt. Man får en uppfattning om vilka förväntningar som är inbakade för att motivera det börsvärde som marknaden har satt.

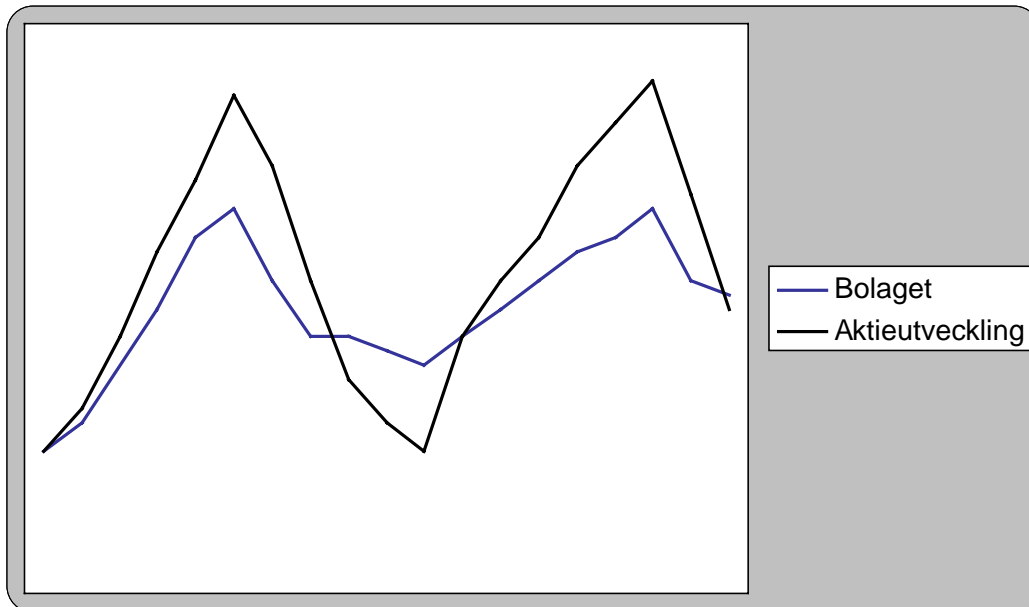
Vi menar att det är omöjligt att exakt fastställa ett företags värde men man kan ändå avgöra om det är dyrt eller billigt. Benjamin Graham uttryckte denna tes när han skrev; *en inspektion kan avslöja om en kvinna är gammal nog för att ha rösträtt utan att man känner till hennes exakta ålder.*<sup>79</sup>.

I diagrammet nedan beskriver vi hur vi upplever sambandet mellan företagets verkliga värde och dess aktieutveckling. Den blåa kurvan visar företagets utveckling och ska representera alla de förutsättningar företaget har, den ska visa hur det verkligen går för företaget. Ökar bolaget sin försäljning eller lönsamhet ska denna stiga. Den svarta kurvan visar den faktiska aktieutvecklingen. På en fullständigt effektiv marknad hade dessa två kurvor varit identiska.

När ett bolag går väldigt bra under en period överdriver marknaden ofta företagets möjligheter och aktieutvecklingen stiger kraftigt. När den svarta kurvan går för långt över den blåa kurvan är företaget övervärderat. Det är svårt att veta var någonstans på kurvan man befinner sig, men när värderingen enligt de kriterier vi gått igenom tidigare blivit för hög är det dags att sälja.

---

<sup>79</sup> Cunningham, A. Lawrence, *How to think like Benjamin Graham and invest like Warren Buffet* (2001)



Det finns inget som hindrar att en aktie går upp i värde under flera år om förutsättningarna för företaget hela tiden blir bättre. Även om utvecklingen för vinnarna har varit väldigt positiv skulle man många gånger kunna göra ännu bättre affärer genom att sälja tidigare istället för att behålla dem under hela vår undersökningsperiod. Hade man köpt Nokia i början av år 1998 och sålt någon gång under år 2000 hade man haft en utveckling som sämst varit mer än dubbelt så hög jämfört med om man sålt i slutet av år 2002. Dessutom skulle man kunna investera pengarna i ett annat företag med en lägre värdering under dessa 2-3 år. Detta gäller majoriteten av våra företag där huvuduppgången har skett under en period av 1-3 år.

## 7.5 Aktiekursernas förutsägbarhet

I ett flertal fall anser vi att vi hade kunnat avgöra aktiekursernas riktning. Det är omöjligt att exakt veta när en uppgång tar slut och risken finns att man säljer för tidigt. Samtidigt sänker man risken om man säljer då man anser att aktiekursen inte representerar det värde som verkligen finns i företaget. Visst händer det att värderingar blir orimligt höga, som i Hennes & Mauritz fall, men vi tror att det är ovanligt. Därför anser vi att sannolikheten att göra bättre affärer ökar om man säljer då det är svårt att se kopplingen mellan företagets värde och verkligheten. Vi belyser detta nedan genom att redogöra för två av våra företag

Munters uppgång på nästan 150 % mellan 1999-2000 är en av de aktieuppgångar vi anser att vi hade kunnat förutse. I början av 1999 bestod nästan en tredjedel av företagets värde av eget kapital. Man hade ett P/e tal på 14 och en hög lönsamhet med en rörelsemarginal på nästan 9 % och en avkastning på eget kapital som uppgick till 25 %. Omsättningstillväxten från året innan var 10 % och det såg onekligen ljus ut för företaget. Dessutom tilltog omsättningstillväxten under år



2000 för att i slutet av året uppgå till 22 %. Under hela perioden var lönsamheten hela tiden stabil och företaget växte i takt med att aktiekursen gjorde det. I slutet av år 2000 var värderingen dock mindre attraktiv och det är möjligt att vi hade sålt lite tidigare men faktum kvarstår att det fanns tecken som indikerade en uppgång.

Nokias börvärde ökade mer än 10 gånger mellan åren 1998-1999 vilket inte är realistiskt med tanke på företagets verkliga utveckling. Man tar ut segern i förskott och förväntar sig att företaget ska kunna växa i samma takt under en oöverskådlig framtid. När Nokia värderades som högst i slutet av 1999 hade man ett P/e tal på 83. Då lönsamheten var mycket hög kunde högre vinster endast uppnås genom ökad försäljning. Nokia hade en försäljning på över 200 Mdr kr. En fortsatt årlig omsättningstillväxt på 50 % skulle under ett decennium innebära en försäljning på cirka 11 500 Mdr kr. Då skulle Nokia behöva sälja produkter för 2000 kr per person till hela jordens befolkning på sex miljarder människor på ett år. Om vi istället tänker oss att företaget hade haft en omsättningstillväxt och vinstökning på 20 % om året under en femårsperiod samtidigt som aktiekursen stod still. Då hade man haft ett P/e tal på 33 vilket också är högt, men man hade inte haft någon kursökning på fem år. Detta visar på hur orimlig Nokias värdering var och vilka höga risker man utsätter sig för när man hänger med i dessa kursrallyn.

## 7.6 Samverkan mellan faktorer

Följande exempel tycker vi tydligt visar att det är flera faktorer tillsammans som skapar den bild som är nödvändig att ha framför sig inför sitt investeringsbeslut.

När vi granskade P/e talen för HL Display och Nokia såg vi att de låg på 35 respektive 36 i slutet av 1998. Nokia upplevde då en kraftig kursökning medan HL Displays aktie började sin nedgång. Nokia hade då en högre tillväxt, 50 % mot HL Displays 34 %. Även rörelsemarginalen var högre i Nokia, den låg på 19 % mot 11 % för HL Display

Faktorerna säger alltså inte enskilt något om vilken riktning aktiekursen kommer att ta. Däremot kan man få en tydlig bild av vad företaget är värt då man lägger ihop alla faktorerna. Det är denna samverkan mellan de 11 faktorerna som skapar den helhetsbild som är nödvändig för att göra ett kvalificerat beslut.

## 8 Slutsats

---

*Här i sista kapitlet presenterar vi de slutsatser vi drar av vår analys. Vi gör en återkoppling till, och besvarar, vårt syfte. Vi tar även upp förslag till framtida forskning.*

---

*”Tänka fritt är stort, men tänka rätt är större.” / Thomas Thorild*

I vår undersökning valde vi att granska företag med en hög räntabilitet på eget kapital. Det visade sig vara en framgångsrik strategi då de 36 företag vi fick fram hade gett en avkastning på 50 % i en samlad portfölj under femårsperioden. Detta översteg index med stor marginal som gick minus 16 % under samma tid. Man kan därmed se att korrelationen mellan en god lönsamhet och en bra kursutveckling är stark, åtminstone under vår undersökningsperiod.

Mönstret med tidigare kursutveckling höll i sig även efter vår undersökningsperiod, då förlorarna återigen gick bättre och vinnarna sämre. Fram till i början av december 2003 hade nämligen 7 av de 10 vinnarna gått sämre än index samtidigt som 3 av 5 av förlorarna gick bättre än index.<sup>80</sup> Detta innebär att kursutvecklingen under år 2 är väldigt beroende av hur kursutvecklingen var under år 1.

Vår strategi har hela tiden varit att undersöka lönsamma bolag. En anledning är att det är oerhört svårt att sätta ett rimligt värde på snabbväxande bolag med negativa siffror. Riskerna med sådana bolag blir för stora varför vi anser att man bör vara försiktig när man investerar i dessa företag. Några kommer att lyckas få lönsamhet med kraftiga kurslyft som följd, men en hel del kommer att duka under.

Att uppnå hög avkastning är ofta förknippat med hög risk. Vi ville kontrollera om detta även gällde våra resultat. Vi räknade fram betavärden för vår portfölj av de 10 vinnarna. Vi gjorde detta för vart och ett av åren 1998-2002. Betavärdet översteg inte 1 vid något tillfälle. Med andra ord var risken i portföljen lägre än index. För oss var resultaten inte helt oväntade eftersom välskötta och lönsamma bolag bör ge lägre risk.

Vår tilltro till börserna och dess aktörer har ökat allt eftersom vår undersökning fortskridit. Detta betyder inte att vi tror på den effektiva marknaden, däremot finns det starka kopplingar mellan resultat och värdestegring på lång sikt.

Vi ville besvara frågeställningen; vad skiljer lönsamma företag som går bra på börserna mot dem som inte gör det? När man ser på de enskilda faktorerna utmärker sig Re, rörelsemarginal, utdelning, omsättningstillväxt till fördel för vinnarna som ligger högre. Tidigare kursutveckling har också haft en stor betydelse där de företagen med en svag kursutveckling mellan 1997-1998 har gått avsevärt mycket bättre under vår undersökningsperiod. Det motsatta gäller för de företagen som

---

<sup>80</sup> Bilaga 3

har haft en stark utveckling på börsen året innan. Den faktor som har varit högre hos förlorarna i utgången av 2002 är eget kapital per aktie. Detta eftersom dessa företag uppvisat vinster samtidigt som de har haft stillastående eller nedåtgående aktiekurser. Vilket i sin tur har lett till en undervärdering av dessa bolag.

Det vi upptäckte var att man inte kan utgå från historiska kursrörelser vid värdering av bolag. Även om aktiekursen står på samma nivå nu som för två år sedan kan man inte dra slutsatsen att företaget är lika mycket värt. Förutsättningarna för företaget och dess framtida utveckling kan ha förändrats drastiskt. Med detta vill vi betona vikten av att man gör sina investeringsbeslut på det underliggande värdet och inte på någon slags relativvärdering. Kursen kan ha gått ner 70 % men det betyder inte automatiskt att aktien är billig. Exempelvis var det många som trodde att Ericsson var billig när kursen gått från 160 i mars 2000 till 30 kr ca 1,5 år senare, men fallet fortsatte. Det gäller alltså att inte bara förlita sig på historiska data.

Vi känner också vikten av att hela tiden ha kontakt med verkligheten när man handlar med aktier. Under IT-bubblan tappade många greppet om vad det faktiskt handlar om. Framfab värderades på sin topp i januari 2000 till strax över 27 000 000 000 kr, alltså 27 Mdr kr!<sup>81</sup> Efter en nedgång på mer än 99 % är bolaget nu värt ca 250 Milj kr, och i slutet av 2002 hade bolaget ännu inte visat vinst.

Istället för att analysera hela marknaden valde vi att undersöka de enskilda bolagen, på ett mer företagsekonomiskt plan. Det är inte lätt att sätta ett korrekt värde på ett bolag. Vi utger oss inte för att ha hittat den ultimata värderingsmetoden men vi anser oss vara inne på rätt väg. Att äga aktier är trots allt ändå att ha en liten andel i ett företag. Då dessa aktiepriser åtminstone på lång sikt återspeglar vad företaget är värt.

## 8.1 Framtida forskning

Ett annat alternativ för att jämföra företag och varför vissa lyckas bli en vinnare på börsen är att undersöka företag inom samma bransch. Genom detta skulle man eventuellt kunna urskilja likheter och olikheter som ligger till grund för att lyckas. Det är alltid lättare att dra slutsatser om företagen verkar på samma marknad med liknande produkter, men problemet som vi ser det är att det inte finns så många företag på Stockholmsbörsen inom samma bransch som lyckats. Vidare ansåg vi det svårt att kunna dra slutsatser om vissa branscher då det inte finns så många företag inom en och samma bransch som skulle kunna vara jämförbara med varandra. Ett alternativ skulle då vara att studera fler börser än Stockholmsbörsen. Om man hade valt att granska internationella börser tror vi att man skulle få problem att kunna dra slutsatser eftersom regler och normer är olika i olika länder.

---

<sup>81</sup> <http://www.stockholmsborsen.se/Slutkurser/> 129 Milj Aktier, justerad kurs 212 kr

# Källförteckning

"Det finns egentligen bara två orsaker till att du läser en bok: den ena är att du tycker om den och den andra är att du tycker om att tala om att du har läst den." /Bertrand Russell

## Böcker

Alfredsson, Magnus. (2002). *Aktier och fonder*

Arnold, Glenn. (2002, 2:a uppl.) *Corporate Financial Management*, Prentice Hall

Cunningham, A. Lawrence. (2001) *How to think like Benjamin Graham and invest like Warren Buffet*, McGraw-Hill companies

Donaldson, Gordon. (1964, 4:e uppl.), *Corporate Debt Capacity*, Harvard

Ellgren, Christer. (1999), *Börsen har alltid fel – spara i aktier och fonder*, Bokförlaget prisma

FARs Samlingsvolym 2002, Far Förlag

Hallgren, Örjan. (1998 uppl. 10:1), *Finansiell Metodik*, Ekonomibok Förlag

Holme, Idar .Magne & Solvang, Bernt .Krohn. (1996, 3:e uppl.), *Forskningsmetodik, Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur.

Karlsson, Ingvar, (2000), *Aktiehandboken* Aktiespararnas Bokförlag

Lynch, Peter, *Mina bästa investeringar*

Olsson, Jan & Skärvad, Per-Hugo. (2000, uppl. 9:2) *Företagsekonomi 99*, Liber Ekonomi

Runsten, Mikael. (1998), *The Association Between Accounting Information and Stock Prices*, Handelshögskolan I Stockholm

Skogsvik, Stina. (2002), *Redovisningsmått, värderrelevans och informationseffektivitet*, Handelshögskolan I Stockholm

Thomasson, Jan. (2000, 12:e uppl) *Den nya affärsredovisningen* Liber  
Ekonomi

Thorell, Per. (2003, 4:e uppl), *Företagens redovisning*, Iustus Förlag

Vick, Timothy. *How to pick stocks like Warren Buffet*,

Vinell, Lars & Adri de Ridder, (1990) *Aktiers Avkastning och Risk*,  
Norstedts

Welch, Jack. (2001), *Straight from the Gut*, Warner

Wilke Björn (1999), *Sätt fart på pengarna*. Lilla E.

Åsgård, Lasse. (1999) *Hitta kursvinnare – Konsten att bygga en lönsam aktieportfölj med Aktiespararnas aktieanalys*, Aktiespararnas Boförlag. Ljungbergs Tryckeri.

## Artiklar

Journal of Financial Economics. (1981-82), *The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks*, North Holland Publishing Company

Olbert, Lars. (1991), *Värderingsfaktorer och informationskällor vid värdering av aktier (en enkätstudie om finansanalytikerns arbetssätt)*

Ward, Kieth. *Developing Financial Strategies – A Comprehensive Model*

## Företagsmaterial

Årsredovisning 1998-2002 Heba

Årsredovisning 1998-2002 Hennes & Mauritz

Årsredovisning 1998-2002 Munters

Årsredovisning 1998-2002 Wallenstam

Årsredovisning 1998-2002 Nokia

Årsredovisning 1998-2002 Peab

Årsredovisning 1998-2002 Bergman & Beving

Årsredovisning 1998-2002 Fenix

Årsredovisning 1998-2002 Latour

Årsredovisning 1998-2002 Lindex

Årsredovisning 1998-2002 Swedish Match

Årsredovisning 1998-2002 Elektronikgruppen

Årsredovisning 1998-2002 New Wave

Årsredovisning 1998-2002 HL Display

Årsredovisning 1998-2002 Föreningssparbanken

## Elektroniska källor

<http://www.di.se>

<http://www.stockholmsborsen.se>

<http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2002/nek/010/exjobb.pdf> (03-12-09)

<http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2003/ep/015/exjobb.pdf> (03-12-09)

<http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2003/fek/003/exjobb.pdf> (03-12-04)

## Övriga källor

SIX-Trust databas, finns tillgänglig i LINC-rummet

# Bilaga 1 (3)

## Företag

ACSC  
Astra Zeneca  
Axfood  
Beijer Electronics  
Bergman & Beving  
Billerud  
Cardo  
Carnegie  
Clas Ohlson  
Cloetta  
Electrolux  
Elektronikgruppen  
Expanda  
Fagerhult  
Fenix  
Föreningsparbanken  
Geveko  
Gunnebo  
H&M  
Heba  
HiQ  
HL Display  
Holmen  
Hq fonder  
Höganäs  
JM  
Latour  
Lindex  
Munters  
Nea  
New Wave  
Nibe  
Nokia  
Nordea  
Peab  
Q-Med  
SAAB  
Sardus  
Scania  
Seco Tools  
Sectra  
SHB  
Skistar  
Sweco  
Svedbergs  
Swedish Match  
Tieto Enator  
Tornet  
TV 4  
Wallenstam

## Bilaga 2 (3)

Företag	Startkurs 1998-01-01	Slutkurs 2002-12-31	Förändring +/-	Förändring %
Nokia	35,9	138	102,1	284,4
Munters	67,5	191,5	124	183,7
Peab	17,8	49,2	31,4	176,4
New Wave	28,25	75	46,75	165,5
Swedish Match	26,5	68	41,5	156,6
Fenix	9,4	22	12,6	134,0
Latour	68	140,5	72,5	106,6
Wallenstam	48,8	95	46,2	94,7
Heba	41	78,5	37,5	91,5
H&M	87,75	168	80,25	91,5
Skistar	88	153,5	65,5	74,4
Gunnebo	74	123,5	49,5	66,9
Axfood	98,5	160,5	62	62,9
Nibe	40	64,5	24,5	61,3
Fagerhult	66	102	36	54,5
Nea	72	104	32	44,4
JM	115	161	46	40,0
Tornet	113	155	42	37,2
SHB	85	110,5	25,5	30,0
Electrolux	109,6	137,5	27,9	25,5
Cloetta	147,92	174,5	26,58	18,0
Sardus	65,5	77	11,5	17,6
Holmen	210	217	7	3,3
Expanda	28	28,1	0,1	0,4
Geveko	101	99,5	-1,5	-1,5
Cardo	210	202	-8	-3,8
Höganäs	168	159	-9	-5,4
Scania	181	167,5	-13,5	-7,5
Svedbergs	88	81	-7	-8,0
TV 4	142	125	-17	-12,0
Seco Tools	256,5	225	-31,5	-12,3
<b>Snitt vinnarna</b>				<b>63,6</b>
<b><u>Index</u></b>	<b><u>100</u></b>	<b><u>84</u></b>	<b><u>-16</u></b>	<b><u>-16,0</u></b>
Föreningsparbanken	123,67	103	-20,67	-16,7
Bergman & Beving	55,1	42,5	-12,6	-22,9
Lindex	240	170	-70	-29,2
HL Display	181	91	-90	-49,7
Elektronikgruppen	58,6	27	-31,6	-53,9
<b>Snitt förlorarna</b>				<b>-34,5</b>



## Bilaga 3 (3)

Företag	Slutkurs 2002-12-31	Kurs 2003-12-10	Förändring i kronor	Förändring i %
<b>Elektronikgruppen</b>	<b>27</b>	<b>54</b>	<b>27</b>	<b>100,0%</b>
<b>New Wave</b>	<b>75</b>	<b>142</b>	<b>67</b>	<b>89,3%</b>
<b>Wallenstam</b>	<b>95</b>	<b>164</b>	<b>69</b>	<b>72,6%</b>
Nibe	64,5	107	42,5	65,9%
Geveko	99,5	144	44,5	44,7%
Gunnebo	123,5	176	52,5	42,5%
<b>Lindex</b>	<b>170</b>	<b>223</b>	<b>53</b>	<b>31,2%</b>
Sardus	77	99	22	28,6%
TV 4	125	160	35	28,0%
<b>Fenix</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>6</b>	<b>27,3%</b>
<b>Föreningsparbanken</b>	<b>103</b>	<b>131</b>	<b>28</b>	<b>27,2%</b>
<b>Index</b>	<b>100</b>	<b>126</b>	<b>26</b>	<b>26,0%</b>
Scania	167,5	210	42,5	25,4%
SHB	110,5	137	26,5	24,0%
Seco Tools	225	278	53	23,6%
Tornet	155	191	36	23,2%
Holmen	217	265	48	22,1%
Svedbergs	81	98	17	21,0%
Electrolux	137,5	164	26,5	19,3%
Skistar	153,5	181	27,5	17,9%
Expanda	28,1	32,5	4,4	15,7%
<b>Heba</b>	<b>78,5</b>	<b>90</b>	<b>11,5</b>	<b>14,6%</b>
<b>HL Display</b>	<b>91</b>	<b>103</b>	<b>12</b>	<b>13,2%</b>
<b>Bergman &amp; Beving</b>	<b>42,5</b>	<b>46,5</b>	<b>4</b>	<b>9,4%</b>
<b>H&amp;M</b>	<b>168</b>	<b>179</b>	<b>11</b>	<b>6,5%</b>
Axfood	160,5	169	8,5	5,3%
<b>Swedish Match</b>	<b>68</b>	<b>70</b>	<b>2</b>	<b>2,9%</b>
Cloetta	174,5	171	-3,5	-2,0%
<b>Nokia</b>	<b>138</b>	<b>132</b>	<b>-6</b>	<b>-4,3%</b>
Fagerhult	102	97	-5	-4,9%
Höganäs	159	151	-8	-5,0%
<b>Munters</b>	<b>191,5</b>	<b>175</b>	<b>-16,5</b>	<b>-8,6%</b>
Nea	104	95	-9	-8,7%
Cardo	202	184	-18	-8,9%
<b>Latour</b>	<b>140,5</b>	<b>118</b>	<b>-22,5</b>	<b>-16,0%</b>
<b>Peab</b>	<b>49,2</b>	<b>41,3</b>	<b>-7,9</b>	<b>-16,1%</b>
JM	161	102	-59	-36,6%

Bilagan visar kursutvecklingen från vår undersökningsperiods slut till 10 december 2003. Vinnarna är markerade i blått, förlorarna markerade i rött.