



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

HT13

# Diskonteringsräntor

Ett opportunistiskt verktyg vid värdering av goodwill?

**Författare:**

Christoffer Dahlvid, 900319

Johan Fridlund, 920523

Alexander Gårdemyr, 910520

**Handledare:**

Tore Eriksson

## **Förord**

Att skriva uppsatsen har varit både frustrerande, lärorikt och intressant. Under arbetets gång har ett antal problem uppstått, inte minst kring insamlingen av data. För vägledning och goda råd finns det ett antal personer vi önskar att tacka. Först och främst vill vi rikta ett stort tack till Tore Eriksson, vår handledare, som har väglett oss under uppsatsens gång. Vidare vill vi rikta ett tack till Jens Forssbaeck för goda råd kring den kvantitativa delen av uppsatsen. Slutligen vill vi rikta ett tack till Magnus Teeling på Björn Borg och Ola Svensson på SCA som var väldigt tillmötesgående under intervjuerna.

Ett stort tack!

Lund den 13 januari, 2014.

# Sammanfattning

**Titel:** Diskonteringsränta - Ett opportunistiskt verktyg vid värdering av goodwill?

**Seminariedatum:** 2014-01-17

**Kurs:** FEKH89, kandidatkurs i finansiering på kandidatnivå, 15 poäng

**Författare:** Christoffer Dahlvid, Johan Fridlund, Alexander Gårdemyr

**Handledare:** Tore Eriksson

**Nyckelord:** Diskonteringsränta, Goodwill, CAPM, WACC, Opportunism, Risk, EBITDA-marginal

**Syfte:** Det som uppsatsen vill klargöra är hur företag sätter sina diskonteringsräntor, om det finns korrelation mellan bolagens verkliga resultat och/eller goodwillpostens relativa storlek och om detta beror på opportunistiskt tänkande i bestämmandet av denna ganska väsentliga parameter.

**Metod:** Med syftet som utgångspunkt har en kvantitativ metod valts. Data har samlats in från främst företagets årsredovisningar och litteratur. Insamlad information har bearbetats i Excel för att kunna sammanställa informationen på ett praktiskt och lättillgängligt sätt. Slutligen har SPSS använts i syfte att genomföra T-test.

**Teoretiskt perspektiv:** Den teoretiska basen utgörs av tidigare forskning inom nedskrivningsprövning och diskonteringsräntor. Vidare har redovisningsregler, litteratur och teorier om ämnena använts.

**Empiri:** Uppsatsen har studerat 29 företag inom branscherna material och konsumentvaror mellan åren 2006-2012. Totalt antal observationer uppgår till 174-197 beroende på undersökt variabel. De parametrar som har undersökts är lönsamhet i form EBITDA-marginal och andel goodwill i förhållande till eget kapital.

**Resultat:** Det visade sig att företagets diskonteringsräntor skiljer sig markant från de i uppsatsen framräknade. Den generella förklaringen kan vara att företagen vid sina beräkningar använder sig av information och variabler som inte finns tillgängligt publikt. Vidare kunde inget signifikant samband styrkas mellan lönsamhet och hur företaget sätter sina diskonteringsräntor. Däremot fanns det indikationer på att lönsamhet kan spela en viss roll om företagen önskar att använda en hög diskonteringsränta som markör för god lönsamhet. Slutligen kunde ett signifikant samband för andel goodwill och diskonteringsräntan bekräftas. Desto högre andel goodwill i förhållande till eget kapital desto lägre diskonteringsränta.

# Abstract

**Title:** Discount rate – An opportunistic instrument to value goodwill?

**Seminar date:** 2014-01-17

**Course:** FEKH89, Bachelor thesis in finance, 15 ECTS

**Authors:** Christoffer Dahlvid, Johan Fridlund, Alexander Gårdemyr

**Advisor:** Tore Eriksson

**Keywords:** Discount rate, Goodwill, CAPM, WACC, Opportunism, Risk, EBITDA Margin

**Purpose:** The paper sets out to research how companies determine their discount rate, if there's correlation between companies' profitability and/or the goodwill relative size and if it therefore can be established if there's an opportunistic way of thinking when choosing the discount rate.

**Methodology:** With the purpose as a starting point, a quantitative method has been chosen. Data has been gathered primarily from the companies' annual reports and literature. Gathered information has been processed in EXCEL to make it easy to comprehend. Finally SPSS has been used to conduct T-tests.

**Theoretical perspectives:** The theoretical base consists of prior research about impairment test of goodwill and discount rates. Accounting rules, literature and theories about the subjects have also been used.

**Empirical foundation:** The paper has studied 29 companies within the sectors material and consumer goods between the years 2006-2012. The total number of observations sums up to between 174-197 depending on the analyzed variable. The parameters that have been analyzed are profitability in the form of EBITDA margin and quota of goodwill in comparison to common equity.

**Conclusions:** It turned out that the companies discount rates greatly differ from those in the paper calculated. The general explanation could be that the companies use information and variables in their calculation that is not available to the public. Further no significance could be determined regarding the correlation between profitability and how the companies choose their discount rates. There were indications that profitability might play a certain role if the companies wish to use a high discount rate as a marker for high profitability. Finally a significant correlation could be confirmed regarding quota of goodwill in comparison to common equity and discount rate. The higher the quota of goodwill the lower the discount rate.

# Definitionslista

**Diskonteringsränta**, också kallad kalkylränta används för att räkna ut nuvärdet hos framtida kassaflöden. Gällande nedskrivningsprövning uttrycker diskonteringsräntan avkastningskrav på investerat kapital. Den används vid investeringskalkylering samt företagsvärdering.<sup>1</sup>

**Goodwill**, skillnaden mellan det pris ett företag betalar vid ett företagsförvärv, och det förvärvade företagets nettotillgångar värderade till verkligt värde.<sup>2,3</sup>

**EBITDA**, är ett mått på företags rörelseresultat före av- och nedskrivningar.<sup>4</sup>

**Immateriella tillgångar**, är en beteckning för icke-fysiska tillgångar som finns i företagens balansräkning. Exempel på immateriella tillgångar kan vara patent, licensrättigheter, varumärke och goodwill.<sup>5</sup>

**CAPM**, är en förkortning för Capital Asset Pricing Model. CAPM är en modell som visar sambandet mellan risk och förväntad avkastning.<sup>6</sup>

**WACC**, Weighted Average Cost of Capital, på svenska kallad viktad kapitalkostnad, är en metod för att beräkna kostnader för ett företags finansiering. Vidare anger metoden även avkastningskravet på totalt kapital.<sup>7</sup>

**EBITDA/Omsättning**, även kallat EBITDA-marginal, används för att beräkna ett företags lönsamhet. Mäts i procent av omsättning.<sup>8</sup>

---

<sup>1</sup> Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002), *Företagsvärdering*, s. 209-210

<sup>2</sup> Sundgren, S., Nilsson, H., & Nilsson, S. (2009). *Internationell redovisning: teori och praxis.*, s.118

<sup>3</sup> Arvidsson, S (2010). *Företagsfinansiering: Att förstå företagsekonomi...*, s.123

<sup>4</sup> Berk & DeMarzo (2014). *Corporate Finance*. s. 39

<sup>5</sup> Arvidsson, S (2010). *Företagsfinansiering – Att förstå företagets ekonomi..* s 121-124

<sup>6</sup> Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002), *Företagsvärdering*, s. 227-228

<sup>7</sup> Berk & DeMarzo (2014). *Corporate Finance*. s. 285

<sup>8</sup> Arvidsson Susanne (2010). *Företagsfinansiering: Att förstå företagsekonomi* . s.171

# Förkortningar

CAPM	Capital Assets Pricing Model
EBITDA	Earnings before interest taxation depreciation and amortization
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
WACC	Weighted Average Cost of Capital

# Innehållsförteckning

<b>1. Introduktion</b> .....	1
<b>1.1 Inledning</b> .....	1
<b>1.2 Problemdiskussion</b> .....	2
<b>1.3 Syfte</b> .....	3
<b>1.4 Frågeställningar</b> .....	3
<b>1.5 Avgränsningar</b> .....	3
<b>1.6 Disposition</b> .....	4
<b>2. Metod</b> .....	5
<b>2.1 Ansats</b> .....	5
<b>2.2 Val av metod</b> .....	5
<b>2.3 Datainsamling</b> .....	6
<b>2.4 Urvalsprocess</b> .....	7
<b>2.5 Undersökningsperiod</b> .....	8
<b>2.6 Bortfallsanalys</b> .....	8
<b>2.7 Reliabilitet</b> .....	9
<b>2.8 Validitet</b> .....	9
<b>2.9 Metodkritik</b> .....	10
<b>3. Praktisk Referensram</b> .....	11
<b>3.1 Finanskrisen</b> .....	11
<b>3.2 Skillnad mellan konsumentvaru- och materialbranschen under finanskrisen</b> .....	12
<b>3.3 Immateriella tillgångar</b> .....	13
<b>3.4 Goodwill</b> .....	13
<b>3.5 IAS 36 – Nedskrivningsprövning av immateriella tillgångar</b> .....	14
<b>3.6 Diskonteringsränta</b> .....	15
<b>3.7 Risk</b> .....	16
<b>4. Teoretisk Referensram</b> .....	18
<b>4.1 Capital Asset Pricing Model</b> .....	18
<b>4.1.1 Teori kring Capital Asset Pricing Model</b> .....	18
<b>4.1.2 Kritik mot Capital Asset Pricing Model</b> .....	20
<b>4.2 Fama &amp; French Trefaktorsmodell</b> .....	21
<b>4.3 Weighted Average Cost of Capital</b> .....	21

4.4 Earnings management .....	22
4.5 Opportunistiskt beteende .....	23
4.6 Forskning av relevans för studien.....	23
<b>5. Empirisk Data .....</b>	<b>25</b>
5.1 Data.....	25
5.1.1 Valutakurs .....	26
5.2 Modeller .....	26
5.2.1 Capital Asset Pricing Model – beräkning av avkastningskrav .....	26
5.2.2 WACC, Weighted Average Capital Cost .....	27
5.3 Företagens diskonteringsräntor jämfört med uppsatsens uträknade diskonteringsräntor.....	28
5.4 EBITDA/omsättning .....	28
5.5 Andel goodwill/eget kapital .....	32
<b>6. Analys .....</b>	<b>34</b>
6.1 Hur skiljer sig företagens bestämda diskonteringsräntor mot de av skribenterna uträknande? .....	34
6.2 Hur påverkar företagens lönsamhet valet av diskonteringsränta? .....	35
6.3 Hur påverkar företagens goodwill i förhållande till eget kapital valet av diskonteringsränta? .....	37
<b>7. Slutsatser .....</b>	<b>38</b>
7.1 Hur skiljer sig företagens bestämda diskonteringsräntor mot de av skribenterna uträknande? .....	38
7.2 Hur påverkar företagens lönsamhet valet av diskonteringsränta? .....	39
7.3 Hur påverkar företagens goodwill i förhållande till eget kapital valet av diskonteringsränta? .....	39
7.4 Förslag till vidare forskning .....	41
<b>8. Referenslista .....</b>	<b>42</b>
<b>9. Bilagor.....</b>	<b>48</b>
9.1 De slutligt undersökta företagen .....	48
9.2 Företagsdata Konsumentvarubranschen .....	49
9.3 Företagsdata Materialbranschen .....	56
9.4 Telefonintervju med Magnus Teeling, CFO Björn Borg.....	59
9.5 Telefonintervju med Ola Svensson, SCA .....	60



# 1. Introduktion

---

*I följande kapitel redogörs för bakgrunden till uppsatsen, dess syfte och innehåll. Inledningen syftar till att ge läsaren en bakgrundsförståelse av uppsatsens inriktning.*

*Problemdiskussionen utvecklar problematiken kring ämnet. Syftet klargör avsikten med uppsatsen. Kapitlet avslutas med en avgränsning.*

---

## 1.1 Inledning

Att företag ger en rättvisande bild av sina tillgångar och resultat är utgångspunkten för en fungerande finansmarknad. En tillgångspost i balansräkningen som företagen har stora möjligheter att påverka är goodwill<sup>9</sup>. Goodwill definieras som: *''Skillnaden mellan det pris ett företag betalar vid ett företagsförvärv, och det förvärvade företagets nettotillgångar värderade till verkligt värde''*<sup>10,11</sup>. Goodwill uppkommer alltså vid företagsförvärv genom att det köpande företaget betalar ett premiumpris för det förvärvade företaget.

Tidigare har regler och förordningar bestämt att immateriella tillgångar, däribland goodwill, ska skrivas av på fem år eller i särskilda fall 20 år.<sup>12</sup> Under 2005 skedde en övergång till IFRS för koncernredovisning i noterade bolag, bland annat infördes IAS 36 och IAS 38 som innebar att de tidigare avskrivningar som gjorts på goodwill skulle ersättas med årliga nedskrivningsprövningar. Ansvaret ligger hos det enskilda företaget och dess revisorer att nedskrivningsprövningar sker årligen.<sup>13</sup> Att företagen själva ansvarar för nedskrivningsprövning av goodwill innebär potentiellt en risk för olika tolkningar.

Korrekt information är en förutsättning för att investerare ska kunna fatta bra och väl underbyggda beslut. Oriktig information kan vilseleda investerare och skapa en situation där marknaden inte fungerar perfekt. När företag värderar sina tillgångar finns det ett antal regler och lagar som de ska följa. Redovisningsregler är emellertid ofta komplicerade och kan i viss mån anpassas efter vad företaget anser vara mest lämpligt för deras situation.

---

<sup>9</sup> Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997).. *A Survey of Corporate Governance*. s. 737-783

<sup>10</sup> Sundgren, S., Nilsson, H., & Nilsson, S. (2009). *Internationell redovisning: teori och praxis*., s.118

<sup>11</sup> Arvidsson, S (2010). *Företagsfinansiering: Att förstå företagsekonomi...*, s.123

<sup>12</sup> Årsredovisningslagen 4:2 §

<sup>13</sup> Lorentzon, Johan & Ekberg, Mats (2007). *Misbruk av goodwill en fråga för revisorerna*. (Elektronisk).

Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2007/maj/Misbruk-av-goodwill--en-fraga-for-revisorerna/>. (2013-12-02)

Exempel på att företag inte alltid ger korrekt information kan ses i de företagsskandaler som marknaden har upplevt, Enron och Worldcom. Worldcom var i början av 2000-talet USA:s näst största internet- och teleoperatör efter ha gjort ett antal aggressiva uppköp b.l.a. av MCI för en rekordsumma på 40 miljarder USD. Under 2002 uppdagades det att Worldcom:s inte följt USA:s redovisningsbestämmelser. Det visade sig att Worldcom hade övervärderat sina tillgångar med cirka 11 miljarder USD vilket ledde till att företaget gick i konkurs senare samma år<sup>14</sup>.

## 1.2 Problemdiskussion

På dagens finansmarknad är företagsförvärv ett vanligt inslag och den globala marknaden för företagsförvärv uppgår i genomsnitt till mer än cirka 6,5 biljoner kronor per år i transaktionsvärde.<sup>15</sup> Den globala företagsförvärvsmarknadens omfattning innebär att företag kan ha en betydande mängd goodwill i sina räkenskaper. Eftersom de enskilda företagen ansvarar för nedskrivningsprövning av sin goodwill är det av stor vikt att det sker på ett korrekt och rättvisande sätt. Om goodwillen är större än dess egentliga värde är företaget felvärderat.

Det finns ett antal olika variabler som kan ligga till grund för en felaktig värdering av goodwill. Ett möjligt scenario är att företag har ett opportunistiskt tänkande när de utför sin nedskrivningsprövning av goodwill. Exempelvis lyckades företag under finanskrisen undvika att skriva ner sin goodwill i den omfattning som egentligen var erforderligt sett till den drastiska nedgången i ekonomin.

Något som skapat ytterligare diskussioner kring ämnet är företagens olika synsätt på nedskrivning av goodwill. Somliga företag väljer att vara mer objektiva i sin bedömning medan andra utnyttjar de möjligheter som finns vid nedskrivningsprövning. Det kan få till följd att de företag som inte gör en ärlig nedskrivningsprövning får ett bättre resultat än de som gjort en mer objektiv nedskrivningsprövning.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Lyke, Bob & Jickling, Mark (2002). *WorldCom: The accounting scandal*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.law.umaryland.edu/marshall/crsreports/crsdocuments/RS21253\\_08292002.pdf](http://www.law.umaryland.edu/marshall/crsreports/crsdocuments/RS21253_08292002.pdf) (Hämtad 2014-01-08)

<sup>15</sup> Berk, J. & Demarzo, P. (2014). *Corporate finance.*, s 931

<sup>16</sup> Lorentzon, Johan & Ekberg, Mats (2007). *Missbruk av goodwill en fråga för revisorerna*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2007/maj/Missbruk-av-goodwill--en-fraga-for-revisorerna/>. (2013-12-02)

### 1.3 Syfte

När det gäller fastställandet av värdet på goodwill är diskonteringsränta en central faktor. Antagandena om diskonteringsräntan skiljer sig en hel del i noterade bolag. Det som uppsatsen vill klarlägga är hur företag sätter sina diskonteringsräntor, om det finns korrelation mellan bolagens lönsamhet och/eller goodwillpostens relativa storlek och om detta beror på opportunistiskt tänkande i bestämmandet av denna ganska väsentliga parameter.

### 1.4 Frågeställningar

Med syftet som bakgrund blir frågeställningarna för uppsatsen:

- Hur skiljer sig företagens bestämda diskonteringsräntor mot de av skribenterna framräknade och vad beror det på?
- Hur påverkar företagens lönsamhet valet av diskonteringsränta?
- Hur påverkar företagens goodwill i förhållande till eget kapital valet av diskonteringsränta?

### 1.5 Avgränsningar

Den första avgränsningen som har gjorts är att enbart ha med företag i undersökningen från de tre största aktielistorna, Large, Mid och Small Cap som finns på Nasdaq OMX Nordic Stockholm. Undersökningen har även begränsats till två branscher på Stockholmsbörsen, Material och Konsumentvaror, eftersom dessa har påverkats olika mycket av finanskrisen och är därför intressanta att undersöka. Ytterligare avgränsning som gjorts är att de 20 största bolagen i respektive bransch har jämförts för att ge en så rättvisande bild som möjligt. Att enbart ha med noterade bolag har fördelen att de har mer lättillgängligt och extensivt material än onoterade bolag. Undersökningens tidsperiod har begränsats till 2006-2012. Att undersöka ett längre tidsspann var inte aktuellt då nya lagar och förordningar tillkom 2005 gällande nedskrivningsprövningar.<sup>17</sup> Valet att använda 7 år gjordes för att ta i beaktande hur diskonteringsräntorna sattes före, under och, i viss mån, efter finanskrisen, d.v.s. tider med varierande lönsamhet.

---

<sup>17</sup> IFRS. *About the IFRS Foundation and the IASB*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx> (Hämtad 2013-10-30)

Vid insamling av information från företagens hemsidor har en avgränsning gjorts till att enbart använda sig utav företagens koncernredovisning eftersom goodwill endast uppkommer i koncerner.

## **1.6 Disposition**

### **Kapitel 2 – Metod**

I metodkapitlet kommer de valda metoder att förklaras och redogöras. Vidare kommer det att presenteras hur relevant data har tagits fram, vilken tidsperiod uppsatsen avser samt vilka avgränsningar som har gjorts gällande metod. Uppsatsens tillförlitlighet med hjälp av begreppen validitet och reliabilitet förklaras också. Kapitlet avslutas med kritik avseende metoden.

### **Kapitel 3 – Praktisk Referensram**

Den praktiska referensramen tar upp område som är av intresse för att förstå uppsatsen.

### **Kapitel 4 – Teoretisk Referensram**

I den teoretiska referensramen förklaras de matematiska formlerna CAPM, WACC, trefaktorsmodellen samt EBITDA-marginal. Även kritik riktad mot CAPM belyses i kapitlet.

### **Kapitel 5 - Empirisk data**

I kapitel 4, som tar upp empirisk data, redogörs för resultaten och de undersökningar som har gjorts i uppsatsen.

### **Kapitel 6 – Analys**

Med den empiriska data som bakgrund utförs analyser av den information som framkommit. Syftet är att svara på uppsatsens frågeställningar.

### **Kapitel 7 - Slutsatser**

I det sista avsnittet presenteras de slutsatser som kan dras utifrån studien. Slutligen ges förslag på vidare forskning inom ämnet.

## 2. Metod

---

*I metodkapitlet kommer det att redovisas för uppsatsens vetenskapliga utgångspunkter och vilken undersökningsmetod som har använts. Vidare kommer val av företag, urvalskriterier samt uppsatsens reliabilitet och validitet att gås igenom. Kapitlet avslutas med metodkritik.*

---

### 2.1 Ansats

Uppsatsen har sin utgångspunkt i redan befintlig teori, tidigare forskning och är av empiriskt slag. Utifrån det har ett antal hypoteser tagits fram och testats empiriskt. Enligt Bryman och Bell innebär det att uppsatsen är gjord enligt deduktiv karaktär.<sup>18</sup> En deduktiv ansats innebär att hypoteserna prövas mot verkligheten genom empirisk data, i syfte att se om förväntningarna reflekterar verkligheten. Det finns nackdelar med att använda en deduktiv ansats. Den tydligaste risken, enligt Jacobsen, är att författaren åsidosätter annan viktig information till förmån för den insamlade informationen.<sup>19</sup> Uppsatsen drar inte slutsatser utifrån erfarenheter och använder sig följaktligen inte utav en induktiv metod.<sup>20</sup>

### 2.2 Val av metod

I uppsatsen har en kvantitativ metod använts för att analysera insamlad data med hjälp av statistik, matematik och diagram.<sup>21</sup> Olika samband och icke-samband som data visar analyseras och sammanfattas därefter. En kvalitativ metod innebär att forskningen försöker hitta en djupare mening i ämnet som studeras.<sup>22</sup> Här används t.ex. intervjuer och fallstudier, till skillnad mot den kvantitativa metoden som baseras på statistiska och kvantifierbara resultat. Främsta orsaken till att en kvantitativ metod används är att det kommer krävas stora datamängder för att undersöka uppsatsens frågeställningar och syfte.

---

<sup>18</sup> Bryman, Alan & Bell Emma (2011): *Företagsekonomiska forskningsmetoder.*, s.31-35

<sup>19</sup> Jacobsen, Dag Ingvar (2002). *Vad hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen.* s. 34-35

<sup>20</sup> Bryman, Alan & Bell, Emma (2003): *Företagsekonomiska forskningsmetoder* s. 25

<sup>21</sup> Ibid .s. 85-88

<sup>22</sup> Ibid. s. 297-299

Enligt Bryman och Bell är kvantitativa undersökningar en lämplig metod för sekundärdata förutsatt att de källor som används är erkända och håller en hög pålitlighet<sup>23</sup>. Formler som användas i uppsatsen för att studera data är CAPM, Pretax WACC, EBITDA-marginal och andel goodwill i förhållande till eget kapital.

Om inte analyserbara resultat uppnås vid användning av den kvantitativa metoden kommer en kvalitativ undersökning att genomföras som komplement. Den kvalitativa metoden kommer att vara i form av ostrukturerade intervjuer med ett par personer hos de utvalda företagen. Intervjuerna kommer att bygga på en generell fråga som den intervjuade får svara fritt på och eventuella följdfrågor kommer att baseras på intervjupersonens svar.<sup>24</sup>

## 2.3 Datainsamling

Uppsatsen baseras på sekundärdata, d.v.s. data som presenterats av andra än uppsatsens författare.<sup>25</sup> Att använda sekundärdata har ofta fördelen att den är billigare och inte lika tidskrävande vid insamling jämfört med primärdata. Nackdelen med sekundärdata är risken att värdefull och relevant information och data förbises eftersom sekundärdata finns i en större mängd än vad som kan vara möjligt att överblicka.<sup>26</sup> Sekundärdata som har använts har inhämtats från ett flertal olika källor i form av facklitteratur, databaser, tidningspublikationer och företagens eget material.

Företagen som har valts ut att undersökas finns på Stockholmsbörsens tre listor, Large, Mid och Small Cap. Från respektive företags årsredovisningar har det, för varje år, inhämtats uppgifter om goodwill, eget kapital, EBITDA, omsättning, räntebärande skulder, finansiella kostnader samt diskonteringsräntor. Från Aktiespararna har betavärdet hämtats för varje företag och år. I de fall där företagens siffror angetts i annan valuta har valutakurserna hämtats från riksbankens hemsida för att översättas till SEK. Valutakurserna baserades på de historiska kurserna för den sista handelsdagen för respektive år.<sup>27</sup> Ur den hämtade

---

<sup>23</sup> Bryman, Alan & Bell, Emma (2003): *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. s. 85-88

<sup>24</sup> Ibid. s. 362-363

<sup>25</sup> Ibid. s. 231-232

<sup>26</sup> Ibid. s. 231-232

<sup>27</sup> Riksbanken (2013). *Sök räntor och valutakurser*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/?g130-SEKEURPMI=on&from=2005-12-30&to=2012-12-28&f=Day&cAverage=Average&s=Comma#search> (Hämtad 2013-12-15)

informationen har avkastningskrav (CAPM), vägd kapitalkostnad (WACC), EBTIDA-marginal (EBITDA/omsättning) samt andel goodwill/eget kapital räknats ut.

## 2.4 Urvalsprocess

Att göra en undersökning av samtliga branscher på Stockholmsbörsen skulle vara alltför tidskrävande. Undersökningarna som görs i uppsatsen kommer därför att fokusera på företag inom branscherna material och konsumentvaror på Stockholmsbörsens Large, Mid och Small Cap-lista. Materialbranschen är en konjunkturkänslig bransch medan konsumentvarubranchen inte anses vara lika känslig.<sup>28,29</sup> Ingen direkt undersökning mellan branscherna kommer att göras, utan valet av två branscher grundas på en önskan om att ha med bolag med, delvis, olika konjunkturkänslighet. Alla noterade bolag tillämpar IFRS och inga andra regelverk, vilket kunde varit fallet om onoterade bolag togs med. Att undersöka företag på Stockholmsbörsen ger också bättre tillgång till information, än om onoterade bolag undersökts, vilket underlättar uppsatsens datainsamling. Tjugo bolag från respektive bransch har valts ut för att ingå som underlag i undersökningen. Vid statistiska undersökningar kommer det alltid att finnas en risk för att urvalet inte är representativt för hela populationen/branschen.<sup>30</sup>

Företagen som har analyserats i uppsatsen är:

Materialbranschen	Konsumentvarubranchen
Ahlstrom Oyj	AarhusKarlshamn
Artic Paper	ACAP Invest
BE Group	Amer Sports Oyj
Bergs Timber	Atria Oyj
BillerudKorsnäs	Autoliv SDB
Boliden	Bang & Olufsen
Endomines	Carlsberg
Hexpol	Cloetta

<sup>28</sup> Aktiespararna (2012). *Pejlingpanelen Defensiva sektorer ökar*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Analyser/2012/april/Pejlingpanelen-Defensiva-sektorer-okar/>. (Hämtad 2013-11-10)

<sup>29</sup> Konjunkturinstitutet (2009). *Konjunkturbarometern*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/BA/97/wkr0003.pdf> (Hämtad 2013-11-13)

<sup>30</sup> Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O (2010). *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. s. 101

Holmen	Duni
Lundin Mining Corporation	Electrolux
Metsä Board	Fenix Outdoor
Munksjö Oyj	Fiskars Oyj
Nordic Mines	Haldex
Outokumptu Oyj	Husqvarna
Profilgruppen	Mekonomen
Rottneros	New Wave
Semafo	Nobia
SSAB	Oriflame
Stora Enso	SCA
UPM-Kymmene Oyj	Swedish Match

(Tabell 1)

## 2.5 Undersökningsperiod

Perioden som undersöks i uppsatsen är 2006-2012, d.v.s. ett tidsintervall på sju år. 2005 skedde en övergång till IFRS 3 d.v.s. nya regler för goodwill. Att ha med observationer före 2005 hade därmed inte varit möjligt. Genom att ha med år både före, under samt efter finanskrisen ger tidsspannet en bra spegling över olika förhållanden, från högkonjunkturen innan finanskrisen 2008, finanskrisen och sedan återhämtningen.<sup>31</sup> Vid val av en kortare tidsperiod, t.ex. 2007-2009 hade uppsatsen riskerat att få snedvridna resultat p.g.a. finanskrisens stora påverkan på företagens olika resultat och beslutsfattande.

## 2.6 Bortfallsanalys

Som tidigare nämnts i stycket ”Urvalsprocess” valdes 40 företag ut från två olika branscher noterade på Stockholmsbörsen.<sup>32</sup> För att de utvalda företagen skulle kunna ingå i undersökningen krävdes att ett antal variabler fanns att tillgå för respektive företag, t.ex. diskonteringsränta och betavärde. Av de ursprungliga 40 företagen föll 16 bort p.g.a. att det saknades data som behövdes för att de skulle kunna gå att utföra undersökningarna med dessa företag. Det innebar att bortfallet blev 40 %. Av de bortfallna har fem företag ersatts, fyra inom konsumentbranschen och ett inom materialbranschen. Totalt har 29 företag undersökts.

<sup>31</sup> Regeringskansliet (2011). *Finanskrisen 2008 – en sammanfattning av regeringens åtgärder*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.regeringen.se/sb/d/15334/a/179329> (Hämtad 2013-11-10)

<sup>32</sup> Nasdaq OMX Nordic (2013). *Aktier*. (Elektronisk). <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/>, (Hämtad 2013-11-05).



(Se bilaga 8.1) De flesta bortfallen skedde inom materialbranschen huvudsakligen p.g.a. att de inte angav en diskonteringsränta. Detta var även den största orsaken till bortfall inom konsumentvarubranschen. Att företag inte redovisade sina diskonteringsräntor berodde på ett par olika saker, bl. a. nyligen genomförda företagsförvärv och att företagen inte hade några tillgångar som skulle nedskrivningsprövas. Det har även skett bortfall inom de använda företagen när det egna kapitalet varit negativt och det således inte har gått att räkna ut en kvot för goodwill/eget kapital.

## 2.7 Reliabilitet

Reliabilitet avser tillförlitligheten och följdriktighet för de undersökta måtten.<sup>33</sup> Begreppet kan liknas vid replikerbarhet, d.v.s. blir resultaten från undersökningen desamma om undersökningen genomförs på nytt, eller om de påverkats av slumpmässiga och tillfälliga betingelser.<sup>34</sup> I strävan att uppnå en hög reliabilitet har noggrannhet kring källor och siffror iakttagits. Sekundärkällor har granskats innan användning och genom att använda erkända källor och om möjligt ha mer än en källa kan tillförlitligheten verifieras. Även om källorna är erkända finns det alltid en risk för felaktigheter. Av den anledningen har siffrorna kontrollerats innan de har använts i uppsatsen. Källorna har, om möjligt, verifierats genom att ha fler än en källa för varje fakta och påstående. De undersökta företagens information finns publikt redovisade, vilket gör det möjligt för läsaren att själv kontrollera denna, vilket ökar reliabiliteten.

## 2.8 Validitet

Begreppet validitet syftar till att beskriva om begreppet som undersöks verkligen mäter det som är tänkt att mäta.<sup>35</sup> Även om reliabilitet och validitet går att skilja åt så är de sammankopplade genom att validitet förutsätter reliabilitet.<sup>36</sup> Enligt Bryman är validitet att betrakta som viktigare än reliabilitet.<sup>37</sup> Uppsatsen använder erkända och pålitliga källor i form av t.ex. litteratur och databaser. Genom att ha pålitliga källor ökar sannolikheten att uppsatsen mäter det som är tänkt att mätas.

---

<sup>33</sup> Bryman, Alan & Bell, Emma (2003): *Företagsekonomiska forskningsmetoder.*, s.93

<sup>34</sup> Ibid. s. 48

<sup>35</sup> Ibid. s. 48

<sup>36</sup> Ibid. s. 99

<sup>37</sup> Bryman, Alan (2002). *Samhällsvetenskapliga metoder.* s 43

## 2.9 Metodkritik

Det är viktigt med stor noggrannhet vid källgranskningen eftersom en del av källorna är i form av sekundärdata. I syfte att säkerställa källornas äkthet användes ursprungskällan samt, om möjligt, fler än en källa som bekräftelse. Vidare har skribenterna kritiskt granskat de källor som har använts samt försökt att hitta utlåtande kring källorna från professionella personer inom respektive område. Den information som inhämtats kommer från erkända publikationer, databaser och institutioner och eftersom dessa artiklar/publikationer genomgår granskning innan de publiceras så ökar tillförlitligheten ytterligare.

I uppsatsen har CAPM samt WACC-modellen använts för att räkna ut diskonteringsräntor som sedan jämfördes med diskonteringsräntorna från respektive företags årsredovisning. De uträknade diskonteringsräntorna skiljde sig i de flesta fallen markant från företagens egensatta diskonteringsränta. Detta kan bero på att företagen använder sig av flera variabler i sina uträkningar som inte är publika.

Branscherna och företagen som har undersökts i uppsatsen skiljer sig inte alltför mycket åt gällande konjunkturkänslighet. Två andra branscher som haft större konjunkturkänslighetsskillnader hade kunnat ge ett annorlunda resultat.

Det använda lönsamhetsmättet, EBITDA-marginal, kan ha uppvisat en mindre förändring hos företagen under finanskrisen än ett resultatmått som hade mätt rena resultat hade gjort. Vid användande av ett annat resultatmått hade potentiellt större fluktuationer kunnat påvisas och det hade i sin tur påverkat uppsatsens resultat. Måttet ansågs dock vara det bästa tillgängliga för att kunna jämföra företag på de olika listorna, Large, Mid och Small Cap.

## 3. Praktisk Referensram

---

*I det här kapitlet kommer områden som är av intresse för uppsatsen att tas upp, finanskrisen, goodwill och redovisningsregler m.m.*

---

### 3.1 Finanskrisen

Det finns flera förklaringar till varför finanskrisen utbröt. Huvudfaktorn anses vara bolånemarknaden i USA, den så kallade subprime-marknaden. Det som skedde var att bolåneinstituterna i USA missbedömde hushållens kreditrisk för de med svag betalningsförmåga<sup>38</sup>. Det ledde till oerhört stora kreditförluster. När marknaden började ana att något inte stämde blev förtroendet mellan aktörerna på finansmarknaden och det finansiella systemet obefintligt, vilket gjorde att oron spred sig och krisen fick en global omfattning.<sup>39, 40</sup> Finanskrisen fick en stor påverkan på svenska ekonomin och företag. Svenska företag är exportberoende och drabbades därför hårt av krisen i USA och Europa. Ett exempel på fallet i ekonomin kan ses i nedgången på börsen som tappade halva sitt värde (se graf 1).<sup>41</sup> Sedan dess har ekonomin delvis återhämtat sig. Finanskrisen har alltså inneburit stora svängningar för företagens lönsamhet.



(Graf 1 Källa: Nasdaq OMX Nordic,

[http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska\\_kurser?Instrument=](http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska_kurser?Instrument=)

---

<sup>38</sup> Svenska bankföreningen. *Fakta om finanskrisen*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/\\$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D](http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D) (Hämtad 2013-11-07)

<sup>39</sup> Regeringskansliet (2011). *Finanskrisen 2008 – en sammanfattning av regerings åtgärder*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.regeringen.se/sb/d/15334/a/179329> (Hämtad 2013-11-10)

<sup>40</sup> Svenska bankföreningen. *Fakta om finanskrisen*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/\\$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D](http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D) (Hämtad 2013-11-07)

<sup>41</sup> SvD Näringsliv. (2008). *Halva börsen är borta*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.svd.se/naringsliv/branscher/bank-och-fastighet/halva-borsen-ar-borta\\_7036731.svd](http://www.svd.se/naringsliv/branscher/bank-och-fastighet/halva-borsen-ar-borta_7036731.svd) (Hämtad 2013-12-01)

## 3.2 Skillnad mellan Konsumentvaru- och Materialbranschen under finanskrisen

Finanskrisen påverkade hela den svenska finansmarknaden, olika branscher drabbades dock olika hårt. De i uppsatsen undersökta branscherna uppvisar olika konjunkturkänsligheter där konsumentvarubranschen är mindre känslig än materialbranschen.<sup>42</sup> Grafen nedan visar att indexet för konsumentvarubranschen följer Stockholm OMX30:s Index. Det innebär att den har en konjunkturkänslighet som kan liknas vid marknadens.



Graf 2 (Källa: DI. Svenska index: <http://www.di.se/indikatorer/svenska-index/>)

En bransch som beskrivs som mer konjunkturkänslig är materialbranschen, där företag som Stora Enso, Boliden och SSAB verkar.<sup>43</sup> Grafen nedan visar att indexet för material har stora fluktuationer jämfört med Stockholmbörsens index. Den är med andra ord mer konjunkturkänslig än marknaden.



Graf 3 (Källa: DI. Svenska index: <http://www.di.se/indikatorer/svenska-index/>)

<sup>42</sup> Aktiespararna (2012). *Pejlingpanelen: Defensiva sektorer ökar.* (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Analyser/2012/april/Pejlingpanelen-Defensiva-sektorer-okar/> (Hämtad 2013-11-05)

<sup>43</sup> Alfred Berg. *Svenska aktier, januari 2012.* (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.alfredberg.se/sites/SE/market\\_comments/swedish\\_equities/2012-01-swedish-equities.page](http://www.alfredberg.se/sites/SE/market_comments/swedish_equities/2012-01-swedish-equities.page) (Hämtad 2013-11-29)

### 3.3 Immateriella tillgångar

Immateriella tillgångar är de tillgångar hos ett företag som inte är av fysisk natur. Dessa utgörs bl.a. av goodwill, patenträttigheter, domäner, varumärken och kundrelationer. Ett stort problem vid redovisning av de immateriella tillgångarna är att beräkna värdet på respektive post. Det uppskattade värdet är ofta väldigt osäkert då det bl.a. bygger på antaganden och bedömningar. För att inte samtliga forsknings- och produktutvecklingskostnader ska tas upp som tillgångar i balansräkningen brukar de ”icke-försäljningsbara” posterna exkluderas. Detta brukar medföra att det inom forskningsutvecklingen sällan är annat än patenträttigheter som kommer med i balansräkningen.<sup>44</sup> Reglerna för vad som ska räknas som immateriella tillgångar samt hur dessa ska värderas och redovisas finns i IAS38.<sup>45</sup>

### 3.4 Goodwill

Goodwill är den vanligaste samt i allmänhet största immateriella tillgången och uppkommer i stort sett alltid vid förvärv. Goodwill kan förklaras som den summa som ett företag är berett att betala för de redan utvecklade kund- och leverantörsrelationerna, organisationsstruktur m.m., d.v.s. sådant som det inte, på ett tillförlitligt sätt, går att sätta ett värde på. Det finns två typer av goodwill, grundat på hur de uppkommer, koncerngoodwill och goodwill vid rörelseförvärv.<sup>46,47</sup> Koncerngoodwill uppkommer när ett aktiebolag köper upp ett annat aktiebolags aktier. Det uppköpta bolaget blir då ett dotterbolag och ingår framöver i koncernredovisningen. Vid bedömning av hur stor koncerngoodwillens storlek är ska en omvärdering av det förvärvade företagets tillgångar och skulder göras till marknadsvärdet. Den summa som köpeskillingen för aktierna överstiger dotterbolagets eget kapital med är det som blir koncerngoodwill. Skulle köpeskillingen motsvara det egna kapitalets exakta värde uppkommer alltså ingen goodwill. Goodwill vid rörelseförvärv uppstår på liknande sätt, men här förvärvas företagets, eller driftsenhetens, tillgångar och skulder. Precis som vid koncerngoodwill beräknas goodwill vid rörelseförvärv genom differensen mellan köpeskillingen och det egna kapitalets bokförda värde.<sup>48</sup>

---

<sup>44</sup> Arvidsson, S (2010). *Företagsfinansiering – Att förstå företagets ekonomi..* s 121-124

<sup>45</sup> IFRS 38. *Intangible assets*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.ifrs.org/IFRSs/IFRS-technical-summaries/Documents/IAS38-English.pdf> (Hämtad 2013-11-17)

<sup>46</sup> Ibid.

<sup>47</sup> Arvidsson, S (2010). *Företagsfinansiering – Att förstå företagets ekonomi.* s 121-124

<sup>48</sup> Ibid. s. 121-124

### 3.5 IAS 36 – Nedskrivningsprövning av immateriella tillgångar

År 2005 beslutade IASB, International Accounting Standards Board, att de immateriella tillgångarna, hos börsnoterade företag, inte längre skulle skrivas av regelbundet, utan att det årligen skulle ske en nedskrivningsprövning istället. Den nya regeln fick namnet IAS 36, och ingår i IFRS 3, International Financial Reporting Standards.<sup>49</sup>

Införandet av IFRS år 2005 gjordes för att öka jämförbarheten och transparensen mellan bolagen med tanke på den alltmer globala kapitalmarknaden. Införandet innebar samtidigt en delvis ny syn på företagets tillgångar när begreppet verkligt värde blev centralt.<sup>50,51</sup> Då verkligt värde inte alltid är så lätt att fastställa lämnas utrymme till företagen att själva bestämma antagandena kring hur värdet ska fastställas.<sup>52</sup>

Vid nedskrivningsprövning måste först och främst de immateriella tillgångar som följer med vid förvärvet fördelas mellan de kassagenererande enheter som uppstått vid köpet. Det som sedan sker i själva prövningen är att de kassagenererande enheternas bokförda värde plus de immateriella tillgångar som har tilldelats enheterna jämförs med de kassagenererande enheternas återvinningsvärde. Återvinningsvärdet förklaras som det högsta av nettoförsäljningsvärdet, dvs. marknadsvärdet minus försäljningskostnaderna, och nyttjandevärdet, nuvärdet av tillgångens framtida kassaflöden. Visar det sig att återvinningsvärdet är högre än tillgångens bokförda värde finns det ingen anledning till nedskrivning. Eftersom det är oväsentligt med vilken summa återvinningsvärdet överstiger det bokförda värdet med räcker det att veta antingen nettoförsäljningsvärdet eller nyttjandevärdet, så länge som summan är högre än det bokförda värdet. Skulle det däremot vara så att det bokförda värdet är högre än återvinningsvärdet, måste tillgången skrivas ner till återvinningsvärdet.<sup>53</sup> Tillgången får under det första året prövas vid valfri tidpunkt, givet att

---

<sup>49</sup> IFRS. *About the IFRS Foundation and the IASB*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx> (Hämtad 2013-10-30)

<sup>50</sup> Marton, Jan (2011). *Globala kapitalmarknader kräver global redovisning*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://1company.se/globala-kapitalmarknader-kraver-global-redovisning/> (Hämtad 2014-01-11)

<sup>51</sup> Finansinspektionen (2006). *Företagens tillämpning av internationella redovisningsregler*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.fi.se/Tillsyn/Rapporter/Rapporter/Listan/Foretagens-tillampning-av-internationella-redovisningsregler-20062/> (Hämtad 2014-01-11)

<sup>52</sup> Lorentzon, Johan & Ekberg, Mats (2007). *Missbruk av goodwill en fråga för revisorerna*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2007/maj/Missbruk-av-goodwill--en-fraga-for-revisorerna/> (Hämtad 2013-12-02)

<sup>53</sup> IAS 36. *Impairment of Assets*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/English%20IAS%20and%20IFRS%20PDFs%202012/IAS%2036.pdf> (Hämtad 2013-11-17)

det infaller inom ett år efter inköpet, men måste fortsättningsvis prövas vid samma tidpunkt varje år. Företagets olika immateriella tillgångar kan således testas vid olika tillfällen.<sup>54</sup>

### 3.6 Diskonteringsränta

Det finns två sätt att beräkna en immateriell tillgångs återvinningsvärde. Det första, och rent teoretiskt enklaste, sättet är att beräkna marknadsvärdet på tillgången och sedan minska det med de transaktionskostnader som uppkommer vid en eventuell försäljning. Metoden används dock väldigt sällan då det är mycket svårt att bedöma vad utomstående är beredda att betala för synergieffekter och andra positiva effekter som uppkommer i samband med uppköp. Den andra metoden är att bedöma tillgångens framtida kassaflöden för att sedan, med hjälp av en diskonteringsränta, diskontera summorna och få fram ett nuvärde.<sup>55,56</sup>

Diskonteringsräntan benämns ibland som företagets avkastningskrav eftersom diskonteringsräntan kan ses som ett mått på den avkastning investerarna förväntar sig för att investera i ett företag. Diskonteringsräntan påverkar ett företags värdering av de kassagenererande enheterna, desto lägre diskonteringsräntan är desto högre blir värderingen, och vice versa.<sup>57</sup>

För att kunna räkna fram vilken diskonteringsränta som ska användas vid beräkningen av de kassagenererande enheternas kassaflöden så används vanligen CAPM för att sedan tillämpas i WACC-modellen. Vilken diskonteringsränta som används vid uträkning av nyttjandevärdet får väldigt stor effekt och det finns därför stor möjlighet för företagen att påverka nedskrivningsprövningarna.<sup>58</sup>

---

<sup>54</sup> IAS 36. *Impairment of Assets*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/English%20IAS%20and%20IFRS%20PDFs%202012/IAS%2036.pdf>

(Hämtad 2013-11-17)

<sup>55</sup> Ibid

<sup>56</sup> Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002), *Företagsvärdering*, s. 209-210

<sup>57</sup> Ibid.

<sup>58</sup> Ibid.

### 3.7 Risk

Enligt Nilsson, Isaksson & Martikainen uppstår risk när det inte går att bestämma ett bolags framtida avkastning.<sup>59</sup> Risk omfattas av två olika begrepp, systematisk- och osystematisk risk. Systematisk risk är den allmänna risken, och betecknas även som marknadsrisk, eftersom den påverkas av olika faktorer, bland annat konjunktur, räntor och inflation. Eftersom systematisk risk är marknadsrisken går den inte att diversifiera bort.<sup>60</sup> Den osystematiska risken, är en risk som är specifik och unik för det enskilda företaget och dess bransch, exempel på detta kan vara illikviditetsrabatter, småbolagspremie samt premie för främmande kapital. Faktorer som kan styra den osystematiska risken är t.ex. byte av ledning eller försäljning av företaget. För att minska den osystematiska risken för investerarna kan diversifiering användas. Det innebär att risken sprids ut genom investeringsportföljer med flera företag inom olika branscher.<sup>61</sup>

En av de företagsspecifika riskerna var, som nämnt ovan, småbolagspremie. Småbolagspremien syftar till de risker som per automatik uppkommer hos mindre företag. Denna riskpremie grundar sig bl.a. i kund- eller nyckelpersonsberoende och sämre genomlysning av analytiker.<sup>62</sup> Illikviditetsrabatt innebär risken att företagets aktier inte går att göra sig av med lika enkelt som en likvid aktie<sup>63</sup>. Slutligen kan nämnas att företag vid lån får betala en kapitalkostnad för främmande kapital som överstiger den riskfria räntan. För att få fram den kapitalkostnad för lån som företagen får betala läggs en kreditriskpremie på den riskfria räntan<sup>64</sup>.

Desto instabilare en investering är desto högre risk har den. Detta eftersom osäkerheten kring om investeringen faktiskt kommer att löna sig eller inte är högre än för en investering med lägre risk.

---

<sup>59</sup> Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002), *Företagsvärdering*, s. 225

<sup>60</sup> Berk & DeMarzo (2014). *Corporate Finance*. s. 337

<sup>61</sup> Ibid. s. 332

<sup>62</sup> Gustavsson, B. (2011) Ernst & Young, *Energimarknadsinspektionen: Estimering av kalkylränta för elnätsverksamhet för åren 2012-2015*. (Elektronisk). Tillgänglig:

[http://www.energimarknadsinspektionen.se/Documents/Forhandsreglering\\_el/Viktiga\\_dokument/Ernst\\_o\\_Young\\_Estimering\\_av\\_kalkylränta\\_for\\_elnatsverksamhet\\_for\\_aren\\_2012-2015.pdf](http://www.energimarknadsinspektionen.se/Documents/Forhandsreglering_el/Viktiga_dokument/Ernst_o_Young_Estimering_av_kalkylränta_for_elnatsverksamhet_for_aren_2012-2015.pdf) (Hämtad 2014-01-07)

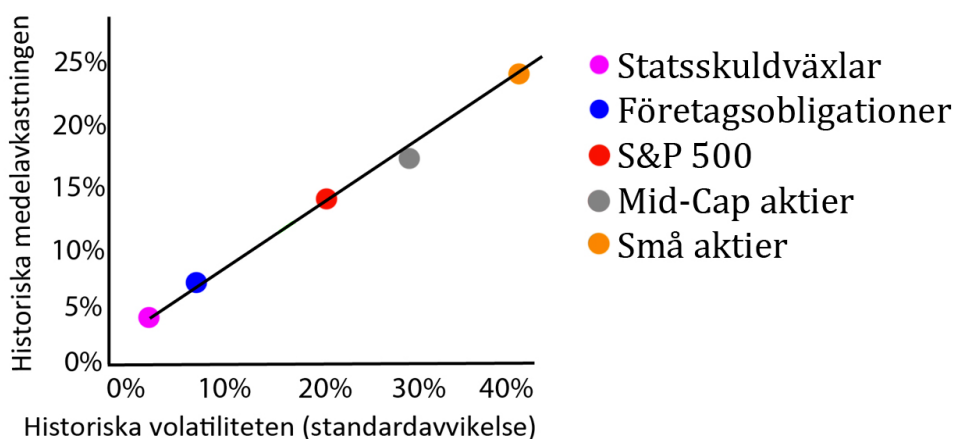
<sup>63</sup> KPMG. *Corporate finance*. (Elektronisk). Tillgänglig:

<http://www.kpmg.com/se/sv/karriar/student/upsatser/sidor/corporate%20finance.aspx> (Hämtad 2014-01-06)

<sup>64</sup> KPMG Corporate Finance (2013). *Uppskattning av värd kapitalkostnad för regleringen av elnätsverksamhet i Sverige*. (Elektronisk). Tillgänglig:

[http://www.energimarknadsinspektionen.se/Documents/Forhandsreglering\\_el/Beslut\\_om\\_intaktsramar\\_och\\_dar\\_pa\\_foljande\\_dokument/REL00861/REL00861\\_yttrande\\_bilaga\\_del\\_2.pdf](http://www.energimarknadsinspektionen.se/Documents/Forhandsreglering_el/Beslut_om_intaktsramar_och_dar_pa_foljande_dokument/REL00861/REL00861_yttrande_bilaga_del_2.pdf) (Hämtad 2014-01-07)





(Graf 4. Källa: Berk & DeMarzo. *Corporate Finance*. s 306)

I grafen ovan visas sambandet mellan risk (mätt som standardavvikelse) och avkastning för ett antal tillgångar, däribland Statsskuldväxlar (Treasury Bills) och små aktier (Small Stocks) för åren 1926-2006. Grafen visar att desto högre risk en tillgång har desto högre blir avkastningen. Statsskuldväxlar har haft den minsta avkastningen men har samtidigt den lägsta risken. Små aktier har däremot gett högst avkastning och högst risk.

## 4. Teoretisk Referensram

---

*I den teoretiska referensramen förklaras de matematiska formlerna CAPM, WACC, trefaktorsmodellen samt EBITDA-marginal. Även kritik riktad mot CAPM belyses i kapitlet.*

---

### 4.1 Capital Asset Pricing Model

#### 4.1.1 Teori kring Capital Asset Pricing Model

CAPM är en värderingsmodell som används för att beräkna en tillgångs kapitalkostnad, eller avkastningskrav genom att utreda relationen mellan förväntad avkastning och risk när det råder perfekt jämvikt på marknaden.<sup>65</sup> Med hjälp av CAPM kan aktieägarnas avkastningskrav räknas ut vilket i sin tur används för att räkna ut diskonteringsräntan med hjälp av t.ex. WACC-modellen. CAPM beskriver ett linjärt samband mellan risktagande och den förväntade avkastningen. Enkelt sagt betyder det att desto högre risk investeraren är villig att ta desto högre avkastning förväntar sig denne.

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

(Formel 1)

$R_e$ = Förväntad avkastning

$R_m$ = Marknadens avkastning

$R_f$ = Riskfria räntan

$R_m - R_f$ = Riskpremie<sup>66</sup>

$\beta$ = Beta

$R_f$ , som står för riskfri ränta, förklaras som den avkastning investeraren skulle kunna uppnå om han/hon valde att investera i ett riskfritt alternativ. Det som bör påpekas är att den riskfria räntan kan med inflation inräknat bli negativ, vilket gör att en investering istället för skapa värde minskar dess värde.<sup>67</sup> Det som anses vara det riskfria investeringsalternativet i Sverige och som brukar användas i CAPM-beräkningar brukar vara 10 åriga statsobligationer, men

---

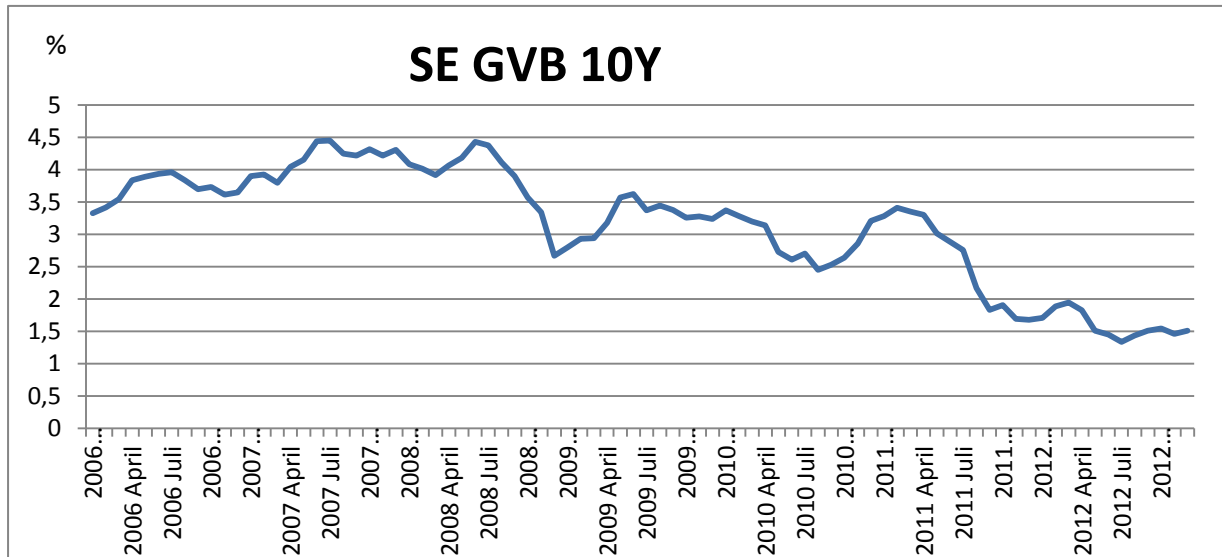
<sup>65</sup> Fama, Eugene F; French, Kenneth R (2004). *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidenc.* Journal of Economic Perspectives 18. s. 25–46

<sup>66</sup> Berk & DeMarzo (2014). *Corporate Finance.* s. 321

<sup>67</sup> Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002). *Företagsvärdering.* s. 231

kan också vara en kombination av dessa och statsskuldsväxlar.<sup>68,69</sup> Författarna valde att använda den 10 åriga statsskuldsväxeln som riskfri ränta.

Utvecklingen av den 10 åriga statsskuldobligationen har sedan 2006 sett ut som nedan.



(Graf 5. Källa: Riksbanken. *Räntor och valutor*. <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser>)

$R_m - R_f$ , benämns som marknadens riskpremium. Den förklaras som marknadens förväntade avkastning minus riskfri ränta. Marknadens riskpremium uttrycker hur mycket mer avkastning investerare kräver till följd av den ökade risken gentemot den riskfria. Marknadens riskpremium kan bli olika stor beroende på hur stor den riskfria räntan är. Den kan i sin tur ändras beroende på olika faktorer, såsom politiska beslut och konjunkturläget.<sup>70</sup>

$\beta$ , Betavärdet, mäter den specifika tillgångens avkastningskänslighet i förhållande till marknadens avkastningskänslighet. Ett betavärde större än ett innebär att tillgången är känsligare för förändringar än marknaden, medan ett värde mellan ett och noll betyder det motsatta. Skulle värdet vara negativt så innebär det att tillgången reagerar i motsats till marknaden, dvs. ökar marknadens avkastning så minskar tillgångens och vice versa. Ett betavärde på ett betyder att tillgången och marknaden har samma utveckling.<sup>71</sup> För att räkna

<sup>68</sup> Företagsvärdering. *Definition av riskfrireänta*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.foretagsvardering.org/definition/riskfri-ranta/> (Hämtad 2013-10-29)

<sup>69</sup> Berk & DeMarzo (2014). *Corporate Finance*. s. 404-409

<sup>70</sup> Ibid

<sup>71</sup> Ibid

ut ett betavärde använder man en regression mellan den valda tillgångens utveckling och det valda indexets utveckling. Det vanligaste är en jämförelse mellan en veckovis avkastning på ett stort index, som t.ex. OMXS30 för Sverige eller det amerikanska indexet S & P 500 med den underliggande tillgångens veckovisa avkastning. Det som mäts genom en sådan jämförelse är hur stora skillnaderna är i utveckling, d.v.s. hur avviker den underliggande tillgången mot index över en viss specifik period.<sup>72</sup>

Beta	Risk
$\beta > 1$	Hög
$\beta = 1$	Normal
$\beta < 1$	Låg
$\beta = 0$	Riskfri

Tabell 2 (Källa: Nilsson, Isaksson & Martikainen. *Företagsvärdering*, s.229-230 )

$R_e$ , förväntad avkastning, är oftast det tal som CAPM-modellen används för att räkna fram.  $R_e$  är det avkastningskrav som aktieägarna förväntar sig att få på sin investering.

#### 4.1.2 Kritik mot Capital Asset Pricing Model

Trots att CAPM är en grundläggande faktor för att beräkna ett företags avkastningskrav finns det kritik riktad mot den. Kritiken riktar sig först och främst mot att modellen använder sig av orealistiska antaganden. Forskare menar med detta att det inte går att ta för givet att samtliga investerare har samma intresse och då också att de har gemensamma avkastningskrav. Det riktas även kritik mot att det är svårt att estimerar vissa variabler såsom riskpremium och betavärdet, främst eftersom dessa baseras på historiska värden, många forskare anser därför att resultaten från beräkningarna blir alltför osäkra. Att modellen inte tar med vissa variabler, såsom skatt, inflationstakt och transaktionskostnad, i sina beräkningar har också fått kritik. Anledningen till att skatten bör räknas med är på grund av att det ska kunna vara möjligt att jämföra företag som verkar i olika länder, där skatten kan skilja sig åt. En väsentlig skillnad mellan skatter kan komma att påverka resultatet som i sin tur påverkar avkastningskravet för aktieägarna.<sup>73</sup> På grund av den ovan nämnda kritiken gjorde ekonomerna Eugene Fama och Kenneth French en vidareutveckling av CAPM som kallas Fama & French trefaktorsmodell.

<sup>72</sup> Berk & DeMarzo (2014). *Corporate Finance*. s. 381-383

<sup>73</sup> Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002). *Företagsvärdering*. s. 238

## 4.2 Fama & French Trefaktorsmodell

Trefaktorsmodellen utvecklades i två artiklar skrivna av Eugene Fama och Kenneth French år 1992 och 1993. Fama och Frenchs trefaktorsmodell tar med två variabler som inte ingår i ursprungliga CAPM. Dessa är företags storlek samt deras ”Book-to-Market”-kvot. Storleksfaktorn benämns i formeln som SMB, d.v.s. ”Small Minus Big” och mäter den historiska överavkastning som investeringar i mindre företag har gett jämfört med investeringar i stora företag. Avkastningen på investeringen hos det lilla företaget minskar helt enkelt med avkastningen hos det stora företaget.<sup>74</sup>

Trefaktorsmodellens andra tillägg, ”Book-to-Market”-kvoten, kallas i formeln för HML, ”High Minus Low”, och mäts på liknande sätt som SMB. Här görs en jämförelse mellan avkastningen på företag med en låg ”Book-to-Market”-kvot mot de med höga. Vid beräkning av HML tas dock bara de 30 % med högst respektive lägst ”Book-to-Market”-kvot med i beräkningen. Trefaktorsmodellen används bl.a. vid estimering av kapitalkostnaden hos företag och vid portföljval.<sup>75</sup>

Trots att trefaktorsmodellen av många anses vara en mer rättvisande värderingsmodell så är CAPM fortfarande den modell som används mest.<sup>76</sup> Av den anledningen kommer inte trefaktorsmodellen användas i denna uppsats.

## 4.3 Weighted Average Cost of Capital

WACC är den formel som används för att beräkna ett företags genomsnittliga kapitalkostnad. Den tar till skillnad från CAPM hänsyn till både investerarnas respektive långivarnas avkastningskrav. Då långivarnas avkastningskrav vanligen är lägre än investerarnas är  $R_{wacc}$  också lägre än  $R_e$ . Anledningen till att långivarnas avkastningskrav är lägre än investerarnas förklaras till stor del genom den prioriteringsordning som gäller när ett företag blir oförmöget att betala sina skulder. Det  $R_{wacc}$  som beräknats fram med hjälp av WACC:en blir den diskonteringsränta som sedan används vid bedömning av tillgångens nyttjandevärde. WACC-uträkningar kan göras både med och utan hänsyn till skatt. Valet har i denna uppsats fallit på

---

<sup>74</sup> Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (1993). *Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds*. Journal of Financial Economics 33. s. 3–56

<sup>75</sup> Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (1992). *The Cross-Section of Expected Stock Return*. Journal of Finance 47. s. 427–465

<sup>76</sup> Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002). *Företagsvärdering*. sid 238-239

en användning av en Pretax WACC då företag med verksamhet utanför Sverige har andra skattesatser och därför har Pretax WACC bedömts ge den mest rättvisande bilden.<sup>77</sup>

$$R_{wacc} = \frac{E}{E+D} \times R_e + \frac{D}{E+D} \times R_d$$

(Formel 2)

$R_{wacc}$  = Vägda kapitalkostnaden före skatt

$R_e$  = Aktieägarnas avkastningskrav

E = Eget kapital

$R_d$  = Skuldränta

D = Skulder

Formeln för WACC består av två delar, första delen är  $\frac{E}{E+D} \times R_e$ . Den innehåller aktieägarnas avkastningskrav och mäter hur stor del av företagets kapital som är finansierat av aktieägarna samt vad deras avkastningskrav är. För att få fram avkastningskravet används i de flesta fallen CAPM. Den har beskrivits grundligt under avsnittet ”CAPM”. Den andra delen av WACC-formeln,  $\frac{D}{E+D} \times R_d$ , innehåller långivarnas del (banker och andra finansiella institut) i företagets kapital samt vilken skuldränta långivarna kräver. Dessa två delar bildar tillsammans formeln för att räkna ut ett företags genomsnittliga kapitalkostnad.<sup>78</sup>

## 4.4 Earnings management

Eftersom nedskrivningsprövningar av goodwill inte alltid görs objektivt, i den meningen att företagen själva kan påverka nedskrivningens storlek, blir det relevant att diskutera earnings management.<sup>79</sup> Earnings management betyder att företaget förskönar sina räkenskaper för att förbättra företagets resultat. Earnings management är vanligt förekommande men fördöms samtidigt av SEC (Securities & Exchange Commission) om det används på ett felaktigt sätt. På grund av komplexa regler gällande börsnoterade företags redovisningsregler kan det vara svårt att upptäcka om ett företag använder sig av felaktiga bokföringsmetoder. Strategin att

---

<sup>77</sup> Berk & DeMarzo (2014). *Corporate Finance*. s. 285

<sup>78</sup> Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002). *Företagsvärdering*. s. 238-239

<sup>79</sup> Lorentzon, Johan & Ekberg, Mats (2007). *Missbruk av goodwill en fråga för revisorerna*. (Elektronisk).

Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2007/maj/Missbruk-av-goodwill--en-fraga-for-revisorerna/>. (Hämtad 2013-12-02)

använda earnings management görs av ledningen för att företaget ska framstå som mer stabilt. Detta görs bl.a. för att företaget vill attrahera investerare.<sup>80</sup>

## 4.5 Opportunistiskt beteende

Med opportunistiskt beteende menas att en part, t.ex. företagsledningen styr företaget dit de vill genom att utnyttja sin insiderinformation eller att på annat sätt vilseleda aktieägarna. Den mest intressanta infallsvinkeln för uppsatsen angående opportunism är om företagsledningen har ett opportunistiskt tänk vid bestämmande av diskonteringsräntor för nedskrivningsprövning.<sup>81</sup> En låg diskonteringsränta kan leda till att företaget undviker den negativa nedskrivningsposten.<sup>82</sup>

## 4.6 Forskning av relevans för studien

Studier som gjorts tidigare inom detta område visar att trots införandet av IAS 36, bedömer många företag nedskrivningsbehovet väldigt partiskt. Med detta menas att många företag sätter sina diskonteringsräntor opportunistiskt för att slippa skriva ned sina immateriella tillgångar.<sup>83</sup>

Australiensarna Nigel Finch och Tyrone Carlin, båda professorer på University of Sydney Business School, gjorde 2009 en studie om australiensiska storföretags diskonteringsräntor jämfört med deras uträknade sådana. Precis som i denna studie använde Finch och Carlin sig av CAPM och WACC för att räkna ut diskonteringsräntorna. Resultatet visade en stor skillnad mellan företagens egna och de uträknade diskonteringsräntorna. Finch och Carlin tolkade sina resultat som att nästan 70 % av de observerade företagen manipulerade sina diskonteringsräntor för att uppnå ett bättre resultat.<sup>84</sup> Gerry Gallery, professor i ekonomi på University of Queensland, har dock riktat kritik mot Finch och Carlins studie och menar på att de stora skillnaderna mellan företagens och de framräknade diskonteringsräntorna inte alls

---

<sup>80</sup> Kim, K.A. & Nofsinger, J.R. & Mohr, D.J (2009). *Corporate Governance*. S.34-35

<sup>81</sup> Lorentzon, Johan & Ekberg, Mats (2007). *Missbruk av goodwill en fråga för revisorerna*. (Elektronisk).

Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2007/maj/Missbruk-av-goodwill--en-fraga-for-revisorerna/>. (Hämtad 2013-12-02)

<sup>82</sup> Sun & Rath, *Fundamental Determinants, Opportunistic Behavior and Signaling Mechanism: An Integration of Earning Management Perspectives*, s. 406-420

<sup>83</sup> Beatty, A. & Weber, J. *Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS142 Goodwill Impairments*, s. 257-288.

<sup>84</sup> Carlin, T & Finch, N (2009). Discount Rates in Disarray. *Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing.*, s. 326-336

beror på att företagen manipulerar utan snarare är en följd av att allmänheten saknar information som behövs för att beräkna ett företags diskonteringsränta. Vidare anser Gallery att Finch och Carlins beslut att använda sig av CAPM i sina beräkningar är bristfälligt. Enligt Gallery tar CAPM inte i beaktande alla de variabler som påverkar ett företags diskonteringsränta och därför är Finch och Carlins konklusioner felaktiga<sup>85</sup>.

Tidigare studier för andra branscher har uppvisat signifikans för läkemedelsbranschen gällande andel goodwill och val av diskonteringsräntan.<sup>86</sup>

Grant Thornton konsulterna Björn Gauffin och Anders Thörnsten utförde 2010 en studie av företags diskonteringsräntor och deras nedskrivningsprövning. Enligt studien valde bara en minoritet av företagen, 17 %, att höja diskonteringsräntan trots att det vid tidpunkten för nedskrivningsprövning 2008 fanns klara signaler om att riskpremien på aktiemarknaden hade ökat till följd av den totala kollaps som hade inträffat i det finansiella systemet. En ökning av riskpremien borde teoretiskt sätt leda till en högre diskonteringsränta. Av de resterande företagen valde 54 % att bibehålla sin diskonteringsränta från värderingstidpunkten året innan. De sista 33 % av företagen valde, chockerande nog, att sänka sin diskonteringsränta, en sänkning av diskonteringsräntan minskar behovet av nedskrivning och ger ett högre återvinningsvärde på de kassagenererande tillgångarna.<sup>87</sup>

---

<sup>85</sup> Gallery, G (2009). Commentary: *Discount Rates in Disarray: Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing*

<sup>86</sup> Beck-Friis, Mörner, Svensson (2012). *Goodwill*. Lunds Universitet

<sup>87</sup> Gauffin, Björn & Thörnsten, Anders (2010). *Nedskrivning av goodwill – Få nedskrivningar 2008 som följd av finanskrisen*. Balans nr 1



## 5. Empirisk Data

I det här kapitlet presenteras den empiriska data som har samlats in samt resultaten från de beräkningar och tester som har gjorts.

### 5.1 Data

För att kunna uppnå syftet med uppsatsen samt svara på dess frågeställningar, har data samlats in för att sedan beräknas och testas. Tabell 3 nedan visar de parametrar som har samlats in för varje företag och år. Data har samlats in via koncernårsredovisningar, Business Retriever samt Thomson Reuters Eikon. Trots användningen av dessa två databaser och företagens årsredovisningar har en del bortfall uppstått av företag samt enskild data. Ursprungligen skulle data samlas in och beräkningar göras på 40 bolag inom material- och konsumentvarubranschen noterade på Stockholmsbörsen. Beräkningar och tester gjordes slutligen på 29 företag. Bortfall av företag uppstod av olika anledningar, t.ex. hittades inget betavärde för vissa företag, men främsta orsaken till bortfall var att företag inte redovisade sin diskonteringsränta.

Följande parametrar har hämtats från företagets koncernårsredovisningar men även med hjälp av Business Retriever och Thomson Reuters Eikon.

Fiskars (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	769 462	1 407 896	1 856 212	2 836 722	3 499 360	3 315 725	1 321 300
Finansiella kostnader	43 083	67 085	63 014	121 130	223 084	122 208	98 645
Goodwill	766 877	796 078	801 178	1 024 947	1 082 615	937 877	199 100
S:a Eget kapital	5 333 675	4 955 364	4 996 110	5 217 912	4 877 233	4 528 333	3 819 100
Diskonteringsränta	9,50%	7,90%	6,60%	7,30%	10,00%	12,10%	12,10%
Beta	0,73	0,73	0,7	0,7	0,6	0,4	0,4
Valutakurs EUR	8,62	8,94	9,00	10,35	10,94	9,47	9,05
CAPM	5,83%	5,87%	6,10%	7,03%	6,84%	5,89%	5,50%
Rd	5,60%	4,76%	3,39%	4,27%	6,38%	3,69%	7,47%
WACC	5,80%	5,63%	5,37%	6,06%	6,64%	4,96%	6,01%
EBITDA	741 028	670 853	756 168	693 651	1 115 421	1 257 133	1 034 415
Omsättning	6 445 217	6 645 912	6 445 432	6 832 980	7 622 044	6 233 563	4 841 750
EBITDA/Omsättning	0,1150	0,1009	0,1173	0,1015	0,1463	0,2017	0,2136
GW/EK	0,1438	0,1606	0,1604	0,1964	0,2220	0,2071	0,0521

(Tabell 3. Exempel på insamlad företagsdata i form av företaget Fiskars)

### 5.1.1 Valutakurser

En del av de företag som data samlades in för använder Euro (€) eller danska kronan (DKK) som valuta. För att kunna göra beräkningar och tester hämtades därför den historiska valutakursen för Euro och danska kronan in för respektive år.<sup>88</sup> Efter att ha inhämtat valutakurserna kunde siffrorna omvandlas till SEK.

Exempel på hur en beräkning gick till illustreras nedan i form av företaget Fiskars. Fiskars eget kapital uppgick för 2012 till 619 000 EURO och Euron stod i, på årets sista dag, 8,62.

Beräkningen av Fiskars eget kapital, år 2012 blev **8,62 \* 619000 = 5 333 675 TSEK.**

## 5.2 Modeller

### 5.2.1 Capital Asset Pricing Model – beräkning av avkastningskrav

När all data hade samlats in beräknades CAPM, avkastningskravet, för varje bolag och år. Modellen för CAPM är  $Re = Rf + \beta * (Rm - Rf)$ . Riskfria räntan ( $Rf$ ) sattes som tidigare nämnt efter den 10 åriga statsobligationsräntan. Betat ( $\beta$ ) som använts i beräkningarna har hämtats från första numret av Aktiespararna för varje år. Aktiespararna använder sig av en tvåårsperiod vid beräkning av beta. Det krävs därför att företagen har varit listade på Stockholmsbörsen i minst två år för att ett beta ska kunna räknas fram.<sup>89</sup> Marknadsriskpremien ( $Rm - Rf$ ), hämtades från PWC:s studier som görs varje år. Studien från PWC presenterar de historiska marknadsriskpremier på den svenska marknaden<sup>90</sup>

---

<sup>88</sup> Riksbanken (2013). *Sök räntor och valutakurser*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/?g130-SEKEURPMI=on&from=2005-12-30&to=2012-12-28&f=Day&cAverage=Average&s=Comma#search> (Hämtad 2013-12-15)

<sup>89</sup> Aktiespararna (2013). *Börstabeller*. Nr. 1

<sup>90</sup> PWC (2013). *Riskpremie på den svenska marknaden*. (Elektronisk) Tillgänglig: [http://www.pwc.se/sv\\_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2013.pdf](http://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2013.pdf) (Hämtad 2014-01-08)

Riskfri ränta (10 årig statsobligation)	
2012	1,59%
2011	2,59%
2010	2,88%
2009	3,25%
2008	3,90%
2007	4,17%
2006	3,70%

(Tabell 4. Källa: Riksbanken. *Räntor och valutor*. <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser>)

Marknadspremie	
2012	5,80%
2011	4,50%
2010	4,60%
2009	5,40%
2008	4,90%
2007	4,30%
2006	4,50%

(Tabell 5. Källa: PWC. *Riskpremie på den svenska marknaden*. [http://www.pwc.se/sv\\_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2013.pdf](http://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2013.pdf))

Exempel på CAPM-beräkning:

CAPM beräkningen av Fiskars för år 2012 blir: **1,59% + 0,73 \* (5,80%) = 5,83%**

Denna beräkning gjordes för varje år och företag.

## 5.2.2 WACC, Weighted Average Capital Cost

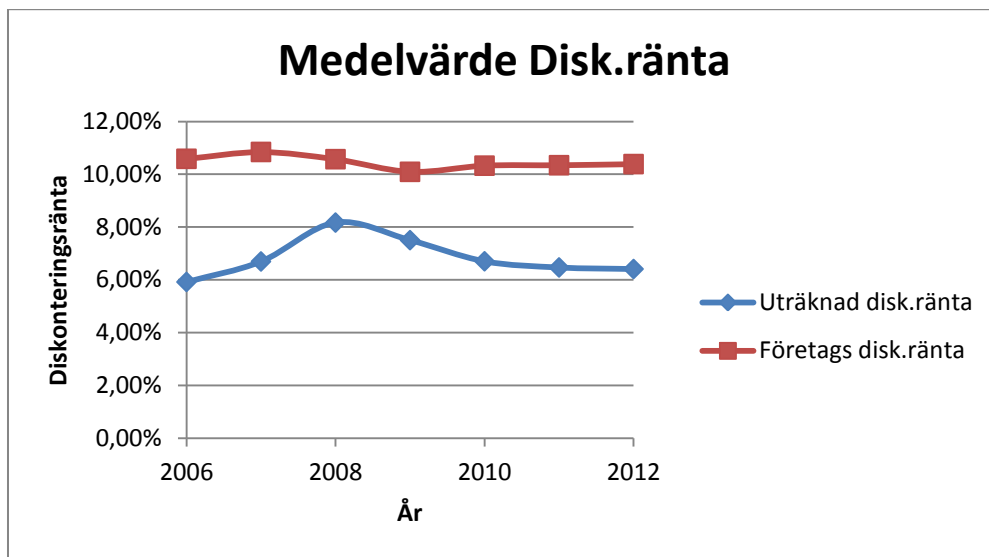
Innan beräkning av WACC:en kan göras måste räntan på de räntebärande skulderna räknas fram. Detta gjordes genom att dividera de finansiella kostnaderna med summa räntebärande skulder. I Fiskars fall blev uträkningen för år 2012,  $43083/769462 = 5,60\%$ . Denna beräkning gjordes för varje år och företag.

Efter att de räntebärande skulderna hade räknats fram kunde WACC beräknas. Vid beräkningen användes låneräntan ( $R_d$ ), avkastningskravet ( $R_e$ ) från CAPM-beräkningen, eget kapital samt summa räntebärande skulder. Formeln för Pretax WACC är  $Pretax\ WACC = \frac{E}{E+D} * R_e + \frac{D}{D+E} * R_d$ . Anledningen till att Pretax WACC användes är att skattesatserna kan skilja sig åt beroende på vilket land företagen verkar i. Beräkningen för företagen exemplifieras av Fiskars 2012 och blev:

$$\frac{5333675}{5333675 + 769462} * 5,83\% + \frac{769462}{5333675 + 769462} * 5,60\% = 5,80\%$$

### 5.3 Företagens diskonteringsräntor jämfört med uppsatsens uträknade diskonteringsräntor

Efter WACC:en var beräknad för samtliga företag och år jämfördes den verkliga diskonteringsräntan med den i uppsatsen framräknade diskonteringsränta. Det går att konstatera att företagens diskonteringsräntor i genomsnitt är högre än uppsatsens framräknade diskonteringsräntor (se graf 6). I somliga fall satte företagen emellertid en lägre diskonteringsränta eller i paritet med uppsatsens. Exempel på företag som gjorde det var Carlsberg, SCA, Haldex och Stora Enso. På grund av den stora differensen mellan företagens och uppsatsens diskonteringsräntor kommer företagens diskonteringsräntor att användas vidare i uppsatsen och dess tester.



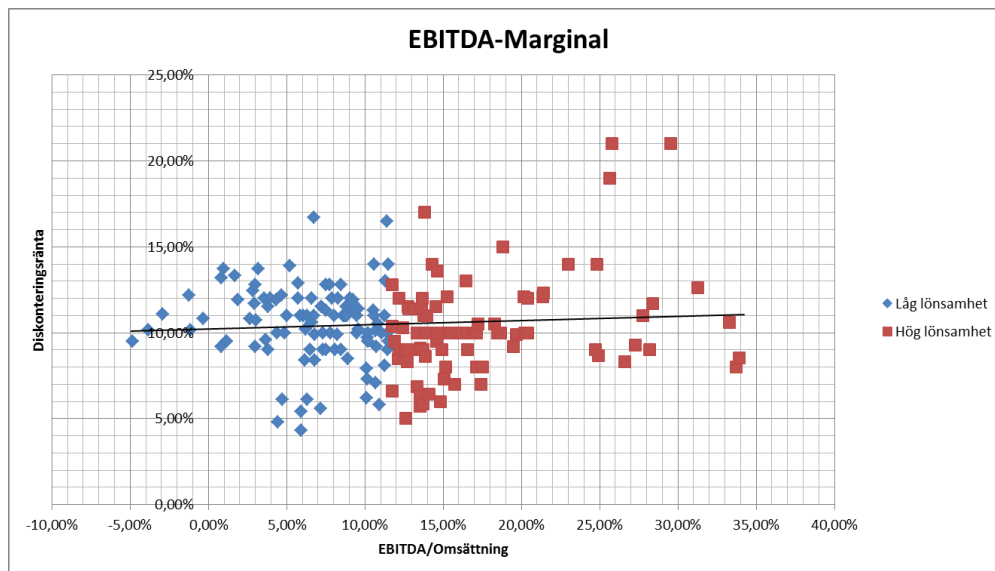
(Graf 6)

### 5.4 EBITDA/Omsättning

Beräkningen av EBITDA/Omsättning, s.k. EBITDA-marginal, för företagen gjordes för att kunna dela in observationerna i två grupper, oberoende av branschtillhörighet. En grupp som haft bättre lönsamhet och en grupp som haft sämre lönsamhet, under tidsperioden.<sup>91</sup> De två grupperna av observationer testades sedan mot varandra i syfte att se om graden av lönsamhet påverkade hur företagen satte sina diskonteringsräntor.

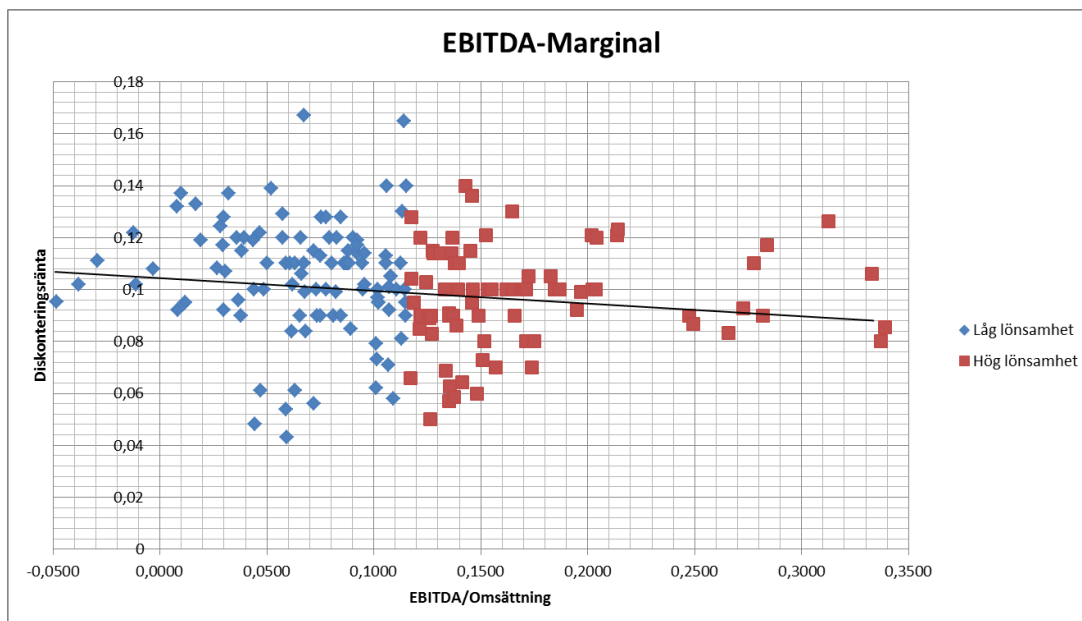
<sup>91</sup> Arvidsson, Susanne (2010). *Företagsfinansiering: Att förstå företagsekonomi*. s. 171

Uppdelningen gjordes genom att beräkna medelvärdet för EBITDA/Omsättning för samtliga observationer och därefter dela in observationerna i två olika grupper. Uppdelningen innebar att 88 observationer blev klassificerade som ”hög lönsamhet” och 109 observationer blev klassificerade som ”låg lönsamhet”. Medelvärdet för observationernas EBITDA/Omsättning var 11,68 %.



(Graf 7)

Graf 7, ovan, visar resultatet över hur de båda grupperna satte sina diskonteringsräntor. Ur grafen går det att utläsa att de med röda markeringar är observationer med hög lönsamhet och de blåa markeringarna är observationer med sämre lönsamhet. Det går även att urskilja att majoriteten av alla observationer för båda grupperna har en diskonteringsränta som ligger mellan 8-14 %, men att det finns en del s.k. outliers för båda grupperna. För gruppen med hög lönsamhet finns det både observationer med låga diskonteringsräntor, runt 5 % men också ett antal som ligger kring 20 %. För gruppen med sämre lönsamhet är spridningen inte lika stor, den varierar från drygt 4,5 % till 16 %. Det går ur grafen att utläsa en svag positiv trendlinje, dvs. desto högre EBITDA-marginalen är desto högre sätts diskonteringsräntan. Värt att påpeka är att trendlinjen påverkas av grafens outliers, och då speciellt konsumentvaruföretaget Björn Borg som har både hög EBITDA-marginal och väldigt hög diskonteringsränta. I grafen nedan har observationerna för Björn Borg tagits bort och det går då att utläsa att trendlinjen nu visar en negativ trend jämfört med den positiva som fanns innan.



(Graf 8. Utan Björn Borg)

På grund av de olika resultaten är det svårt att se något samband mellan lönsamhet och diskonteringsräntan. För att ytterligare styrka detta har ett T-test upprättats mellan de båda gruppernas diskonteringsränta.

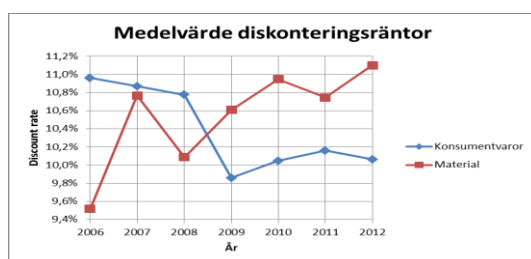
Group Statistics					
	Andel	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
EBITDA/Omsättning	Hög	88	,10320340	,028408205	,003028325
	Låg	109	,10508051	,022249108	,002131078

I T-testet går det att se att medelvärdet mellan de båda grupperna är väldigt lika. Medelvärdet av diskonteringsräntor för observationerna med högre lönsamhet har ett lägre medelvärde, 10,32 % (avrundat till två decimaler) jämfört med gruppen med lägre lönsamhet som har ett medelvärde på 10,51 %. Det visar att det inte finns något direkt samband mellan lönsamhet och diskonteringsräntans storlek.

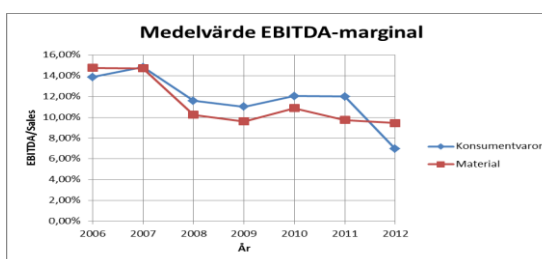
Independent Samples Test									
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
								Lower	Upper
EBITDA	1,222	,270	-,520	195	,604	-,001877110	,003609109	-,008995009	,005240789
Equal variances assumed									
Equal variances not assumed			-,507	162,417	,613	-,001877110	,003703005	-,009189351	,005435131

Det första talet som behöver kontrolleras är "Levene's Test for Equality of Variances" som beskriver om grupperna har samma spridning eller inte. Överstiger Sig. 0,05 betyder att grupperna har samma spridning. Då undersöks raden Equal variances assumed och hur Sig. (2-tailed) förhåller sig till värdet 0,05.<sup>92</sup> Om värdet överstiger 0,05 (vid ett 95 % konfidensintervall som används här) kan slutsatsen dras att det inte finns någon signifikant skillnad mellan de båda grupperna. I detta fall kan värdet 0,604 utläsas ur Sig (2-tailed), som är betydligt högre än 0,05 och det finns därför ingen signifikant skillnad mellan grupperna.

Eftersom det inte kunde identifieras något samband mellan lönsamhet och diskonteringsräntor så gjordes ytterligare två grafer för att undersöka de specifika branschernas utveckling. I graf 10, nedan, kan det utläsas att EBITDA-marginalen har förändrats ungefär lika mycket för båda branscherna medan diskonteringsräntorna, se graf 9, visar att branscherna har valt att sätta sina diskonteringsräntor olika. Materialbranschen valde att höja sina räntor när finanskrisen slog till medan konsumentvarubranschen gjorde tvärtemot och sänkte sina.



(Graf 9)

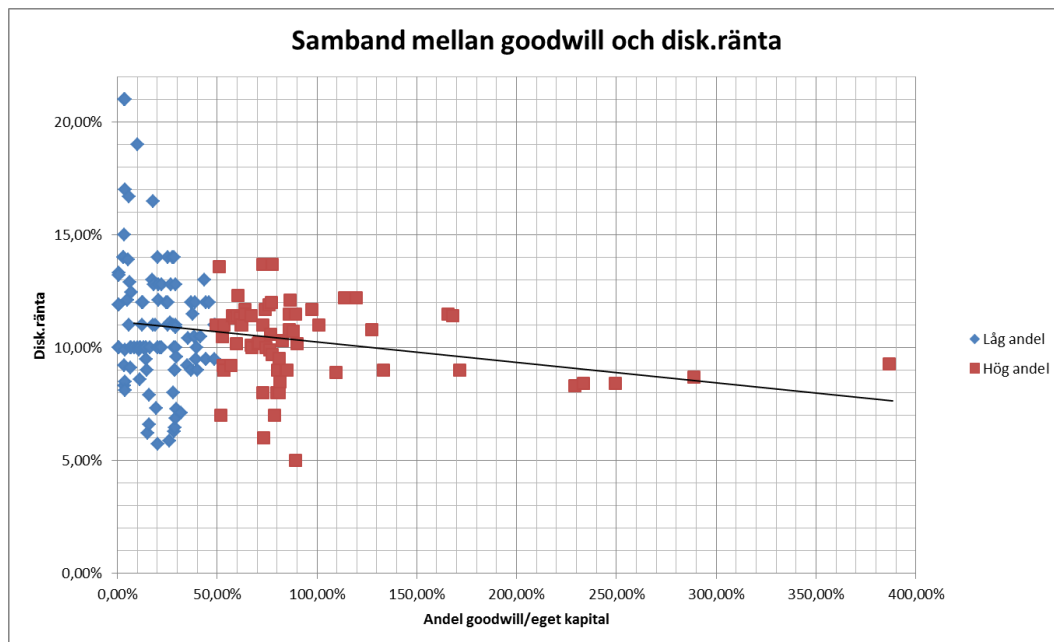


(Graf 10)

<sup>92</sup>IBM SPSS. *Independent samples T test*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://pic.dhe.ibm.com/infocenter/spssstat/v22r0m0/index.jsp?topic=%2Fcom.ibm.spss.statistics.help%2Fspss%2Fbase%2Fidh\\_ttin.htm](http://pic.dhe.ibm.com/infocenter/spssstat/v22r0m0/index.jsp?topic=%2Fcom.ibm.spss.statistics.help%2Fspss%2Fbase%2Fidh_ttin.htm) (Hämtad 2014-01-08)

## 5.5 Andel goodwill/eget kapital

För att besvara den tredje och sista frågeställningen, ”Hur påverkar företagens goodwill i förhållande till eget kapital valet av diskonteringsränta?”, gjordes en liknande typ av indelning som för lönsamhet. Indelningen baserades på hur stor andel goodwill ett företag har jämfört med eget kapital. Totalt blev det 174 observationer. Även här användes måttet medelvärde vid indelningen av observationerna. Av de 174 observationerna placerades 68 inom klassificeringen ”hög andel” medan 106 hamnade i gruppen ”låg andel”.



(Graf 11)

I graf 11, ovan, går det att utläsa hur grupperna satte sina diskonteringsräntor. För gruppen med hög andel goodwill finns det observationer med diskonteringsräntor mellan 5-14 %. För gruppen med lägre andel goodwill är spridningen av diskonteringsränta större, mellan 5-21 %. Ur grafen går det att utläsa en nedåtgående trendlinje som visar att desto högre andel goodwill jämfört med eget kapital desto lägre sätts diskonteringsräntan. För att undersöka om det finns en signifikans mellan andel goodwill i förhållande till eget kapital och diskonteringsräntor gjordes ett t-test.

Group Statistics					
	Andel	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Goodwill	Hög	68	,10220588	,017137685	,002078250
	Lite	106	,10936981	,027713267	,002691750



De två grupperna uppvisar ett medelvärde som skiljer sig ifrån varandra. Medelvärdet för gruppen med hög andel goodwill är 10,22 % (avrundat till två decimaler) jämfört med gruppen med lägre andel som har ett medelvärde på 10,94 %.

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Goodwill	Equal variances assumed	6,668	,011	1,909	172	,058	,007163929	,003752304	,014570422	,000242564
	Equal variances not assumed			2,107	171,814	,037	,007163929	,003400683	,013876425	,000451433

I t-testet ovan kontrolleras ”Levene’s Test for Equality of Variances” för att undersöka spridningen mellan grupperna. I detta fall är spridningen olika och därför används Sig. (2-tailed) i ”Equal variances not assumed” som är 0,037.<sup>93</sup> Sig. (2-tailed)-värdet understiger 0,05 och det går därför att utläsa att det finns en signifikant skillnad mellan grupperna.

<sup>93</sup> IBM SPSS. *Independent samples T test*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://pic.dhe.ibm.com/infocenter/spssstat/v22r0m0/index.jsp?topic=%2Fcom.ibm.spss.statistics.help%2Fspss%2Fbase%2Fidh\\_ttin.htm](http://pic.dhe.ibm.com/infocenter/spssstat/v22r0m0/index.jsp?topic=%2Fcom.ibm.spss.statistics.help%2Fspss%2Fbase%2Fidh_ttin.htm) (Hämtad 2014-01-08)

## 6. Analys

---

*I det här kapitlet utförs analyser med den empiriska data som bakgrund. Syftet är att besvara uppsatsens frågeställningar.*

---

### 6.1 Hur skiljer sig företagens bestämda diskonteringsräntor mot de av skribenterna framräknade och vad beror det på?

Uppsatsens framräknade diskonteringsräntor skiljer sig avsevärt från de verkliga diskonteringsräntorna. De framräknade diskonteringsräntor var i nästan samtliga fall lägre än företagens diskonteringsräntor (Se graf 6). Att företagens diskonteringsräntor överskrider de framräknade kan förklaras med att företagen tar i beaktande fler variabler än vad som finns publikt. Den viktigaste förklaringen till denna skillnad är som tidigare nämnt att företagen har en eller ett flertal osäkerhetsaspekter med i deras beräkningar. Det finns två olika sätt att kompensera för risk, företagen kan antingen justera sitt kassaflöde eller sin diskonteringsränta, men inte båda. En del företag kan ha justerat sina kassaflöden istället för sina diskonteringsräntor, vilket har lett till att deras diskonteringsräntor är betydligt mer lika de av uppsatsen framräknade än företag som valt att justera sina diskonteringsräntor. Att bestämma en lämplig diskonteringsränta som reflekterar marknadsanalys och risk är ofta svårt och det krävs information från olika avdelningar och ofta även av externa partners, såsom PWC, Deloitte m.fl. Det krävs att företagen uppskattar värdet av framtida kassaflöden under tillgångens nyttjandeperiod, vilket är svårt och kräver insyn i företaget.<sup>94</sup>

Beroende på bransch- och företagsrisker kan företagens diskonteringsränta skilja sig mer eller mindre från uppsatsens uträknade diskonteringsräntor. Vid kontakt med Magnus Teeling, CFO hos Björn Borg (bolaget med högst diskonteringsräntor), framkom att de vid sin uträkning tog i beaktande följande osäkerhetsaspekter, illikviditetsrabatter, småbolagspremie, annan företagsspecifik risk och premie för främmande kapital. Andra företag kan alltså beroende på bransch och storlek ha fler eller färre osäkerhetsvariabler, vilket påverkar deras

---

<sup>94</sup>Ernst & Young (2010). *Impairment accounting – the basics of IAS 36 impairment of assets*. (Elektronisk).

Tillgänglig:

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Impairment\\_accounting\\_IAS\\_36\\_0810/\\$FILE/Impairment%20accounting%20IAS%2036%200810.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Impairment_accounting_IAS_36_0810/$FILE/Impairment%20accounting%20IAS%2036%200810.pdf) (Hämtad 2013-12-15)

diskonteringsränta. Vidare har Björn Borg använt sig av ett beta-tal på 1,0 fastän det vägda genomsnittet enligt aktiespararna uppgår till 0,5-1,2, vilket bidrar till ytterligare skillnader vid WACC-uträkningen.<sup>95</sup>

Vid intervju med Ola Svensson på SCA (bolaget med näst lägst diskonteringsräntor), framkom ytterligare belägg för att företag kan resonera olika vid beräkning av sin diskonteringsränta. Ola berättade att den uppleva risken i att investera i SCA kommer in i WACC-beräkningen via avkastningskravet på eget och lånat kapital. SCA använder sig alltså inte av några interna osäkerhetsvariabler utan endast en simpel CAPM- och WACC-uträkning.<sup>96</sup>

Vid en analys av hur uppsatsens beräknade diskonteringsräntor skiljer sig mot de insamlade diskonteringsräntorna för varje företag har det identifierats ytterligare två förklaringar. Första förklaringen kan, som Finch och Carlin skriver i sin studie, vara att flertalet bolag sätter sina diskonteringsräntor till sin egen fördel.<sup>97</sup> Earnings management är en del av detta då företagen sätter sina diskonteringsräntor opportunistiskt för att undvika år med negativa resultat. Den andra förklaringen till de stora skillnaderna mellan de uträknade diskonteringsräntorna och de hämtade kan förklaras med Gallerys kommentar till Finch och Carlins studie. Där kritiserar Gallery CAPM som använts och menar att exempelvis Fama och Frenchs trefaktorsmodell, som är en betydligt mer omfattande värderingsmodell, hade kunnat ge en mer rättvisande bild än den enklare CAPM. Även om trefaktorsmodellen hade använts är det inte säkert att uppsatsens beräkningar av diskonteringsräntor hade stämt överens med de insamlade. Detta eftersom det finns en del parametrar som företagen använder i sina uträkningar som inte är publikt tillgängliga.

## **6.2 Hur påverkar företagens lönsamhet valet av diskonteringsränta?**

Grundtanken med studien kring sambandet mellan EBITDA-marginalen och hur företag sätter sina diskonteringsräntor var hypotesen att se en positiv trendlinje. Detta visade sig stämma, men sker till stor del p.g.a. de sju observationer som gjorts för Björn Borg (se graf 8). Vid

---

<sup>95</sup> Telefonintervju, Magnus Teeling, Björn Borg, 2014-01-03

<sup>96</sup> Telefonintervju, Ola Svensson, SCA, 2014-01-03

<sup>97</sup> Carlin, T & Finch, N (2009). *Discount Rates in Disarray. Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing*. s. 326-336

avlägsnande av dessa observationer vrids trendlinjen från positiv till negativ. Det går alltså inte att konstatera något tydligt samband. Det bekräftas av det t-test som redovisats under ”empirisk data”.

Som tidigare nämnts påverkade Björn Borg grafen kraftigt. Detta därför att de har redovisat bra lönsamhet samtidigt som de har väldigt höga diskonteringsräntor. Under telefonintervjun med Magnus Teeling, CFO, Björn Borg, förklarades deras höga diskonteringsränta genom ett par olika variabler som inte har använts i uppsatsens uträkningar. Först och främst nämndes ett par olika riskfaktorer som är både bransch- och företagsspecifika, däribland småbolagspremier, illikviditetsrabatter och främmande kapitalpremie.<sup>98</sup> Utöver dessa riskfaktorer som hjälper till att driva upp diskonteringsräntan så framkom det att deras höga lönsamhet gett möjligheter till att sätta en högre diskonteringsränta. Det finns egentligen ingen teori som styrker antagandet att ett företags lönsamhet skall ha en positiv påverkan på dess diskonteringsränta, men rent instinktivt går tankarna till opportunistiskt agerande och att det därför kan finnas ett samband. Björn Borgs diskonteringsränta behöver alltså inte helt förklaras genom ett högt avkastningskrav utan kan även bero på att företaget ser en möjlighet att visa upp sina goda marginaler gällande nedskrivningsprövning. Vid samtal med SCA framkom det att lönsamhet inte har någon påverkan på deras diskonteringsränta<sup>99</sup>. Av de genomförda intervjuerna kan vi konstatera att lönsamhet bara verkar ha en påverkan på diskonteringsräntan om företaget önskar att använda den för att visa upp god lönsamhet.

De undersökningar som gjorts i uppsatsen för att besvara denna frågeställning, se graf 9 och 10, visar att det inte finns något övergripande samband mellan diskonteringsräntan och EBITDA-marginal. Liknande observationer har gjorts i studien av Gauffin och Thörnsten, där de belyste det faktum att majoriteten av deras undersökta företag valde att behålla sina diskonteringsräntor på samma nivå som föregående år. Detta trots de lönsamhetsförändringar som skett under och efter finanskrisen (Se graf 10).<sup>100</sup> Teoretiskt sätt borde dåliga tider leda till en högre riskpremie och därmed en högre diskonteringsränta, vilket stämmer överens med resultatet för materialbranschen i graf 9. Däremot uppvisar konsumentvarubranschen inte

---

<sup>98</sup> Telefonintervju, Magnus Teeling, Björn Borg, 2014-01-03

<sup>99</sup> Telefonintervju, Ola Svensson, SCA, 2014-01-03

<sup>100</sup> Gauffin, Björn & Thörnsten, Anders (2010). *Nedskrivning av goodwill – Få nedskrivningar som följd av finanskrisen*. Balans, nr.1

[http://www.faronline.se/Dokument/Balans/2010/BALANS\\_NR\\_01\\_2010/BALANS\\_2010\\_N01\\_A0027/?query=gauffin](http://www.faronline.se/Dokument/Balans/2010/BALANS_NR_01_2010/BALANS_2010_N01_A0027/?query=gauffin)

samma tendenser utan diskonteringsräntan sjunker snarare under åren då finanskrisen var som värst.

### **6.3 Hur påverkar företagens goodwill i förhållande till eget kapital valet av diskonteringsränta?**

Ovanstående frågeställning syftar till att svara på om det finns något samband mellan diskonteringsräntor och andelen goodwill. Tidigare studier om diskonteringsräntor har fokuserat på det opportunistiska tänkande som kan avspeglas i ett företags diskonteringsränta.<sup>101</sup> Företag med en hög andel goodwill i förhållande till eget kapital kan vara mer benägna att ha låga diskonteringsräntor i syfte att undvika en stor nedskrivning av deras goodwill.

Graf 11 visar att det finns en tendens att företag med en hög andel goodwill i förhållande till sitt egna kapital sätter en lägre diskonteringsränta. Som nämndes i föregående stycke kan en tänkbar förklaring vara att företagen väljer en lägre diskonteringsränta i syfte att undvika en stor nedskrivning av deras goodwill. En eventuell nedskrivning av goodwill hamnar som en negativ resultatpost på företagens koncernresultaträkning. En nedskrivning är med andra ord inte att föredra och det får därmed effekten att företag tenderar att sätta en lägre diskonteringsränta eftersom det minimerar risken för nedskrivning.

Som nämnts ovan finns det en benägenhet att företag sätter lägre diskonteringsräntor desto högre andel goodwill de har. Dessa resultat bekräftas av det T-test som genomfördes. Av T-testet kunde konstateras att det fanns en signifikans mellan hur stor andel goodwill i förhållande till eget kapital ett företag har och hur de sätter sin diskonteringsränta, d.v.s. desto högre andel goodwill desto lägre diskonteringsränta. Det går alltså att bekräfta att de undersökta företagen agerar opportunistiskt.

---

<sup>101</sup> Jonasson, Tanno (2011). *Opportunistisk justering av diskonteringsräntor vid nedskrivningsprövning av goodwill.*

## 7. Slutsatser

---

*Slutsatsen återkopplar till uppsatsens syfte och frågeställning. Detta görs med de presenterade resultaten under kapitlet empirisk data samt analys. Förslag till vidare forskning ges i slutet av kapitlet.*

---

Syftet med uppsatsen var att undersöka om de granskade företagen vid bestämning av sin diskonteringsränta använde sig utav ett opportunistiskt tänkande. Förutom opportunistiskt tänkande skulle variablerna lönsamhet och goodwill i förhållande till eget kapital hos företagen undersökas i syfte att se deras påverkan på diskonteringsräntan. Om det visade sig att någon av variablerna hade en påverkan på diskonteringsräntan skulle det undersökas vidare i syfte att förklara varför. Slutsatsen kommer att ha samma upplägg som analysdelen.

### **7.1 Hur skiljer sig företagens bestämda diskonteringsräntor mot de av skribenterna framräknade och vad beror det på?**

Vid undersökningen av företagens diskonteringsräntor jämfört med uppsatsens uträknade WACC blev resultatet att det fanns en stor skillnad i de olika diskonteringsräntorna. Företagen hade i en majoritet av fallen en betydligt högre diskonteringsränta än den framräknade, t.ex. Björn Borg. I ett par fall är den uträknade WACC:en i paritet eller lägre än företagens egen diskonteringsränta. I de fallen där den framräknade diskonteringsräntan översteg företagens diskonteringsränta berodde det på att företagen hade en diskonteringsränta som var betydligt lägre än den genomsnittliga. Förklaringen till att företagens diskonteringsränta skiljde sig från den framräknade var att företagen har tagit i beaktande olika sorters osäkerhetsaspekter som inte tas i beaktande i uppsatsens CAPM. Det innebär att beroende på bransch- och företagsrisker kan företagens diskonteringsränta skilja sig mer eller mindre från uppsatsens uträknade diskonteringsräntor. Vidare framkom det vid samtal med ekonomiansvariga på företagen att diskonteringsräntan var delvis självvald. Genom att sätta en hög diskonteringsränta signalerar företagen att de har bättre marginaler än vad de har krav på sig att ha. Vidare har det visat sig att företag inte höjer sin diskonteringsränta i den mån som skulle anses skäligt. Slutligen bör nämnas att det finns

andra modeller än CAPM för att räkna ut diskonteringsräntan som möjligen hade gett ett mer rättvisande resultat.

## **7.2 Hur påverkar företagens lönsamhet valet av diskonteringsräntan?**

Av de observerade resultaten om hur lönsamhet påverkan diskonteringsräntan, framgår att det finns en tendens att hög lönsamhet leder till högre diskonteringsränta. Björn Borgs höga diskonteringsräntor tillsammans med deras goda lönsamhet är dock den huvudsakliga orsaken till sambandet. Några slutsatser är alltså inte möjliga att dra.

För att ytterligare undersöka sambandet kring lönsamhet och diskonteringsräntor så utfördes ett t-test. Inte heller t-testet kunde visa något samband mellan EBITDA-marginaler och diskonteringsräntor. EBITDA-marginalen verkar alltså inte vara tillräckligt betydelsefull för att ha en direkt inverkan på hur diskonteringsräntan sätts. Precis som i föregående frågeställning tycks osäkerhetsvariabler samt andra okända parametrar ha en kraftigare påverkan än företagets lönsamhet. Däremot framkom det att Björn Borgs höga diskonteringsränta var till viss del självvald i syfte att signalera god lönsamhet. Så teoretiskt sätt kan lönsamhet ha en inverkan på enskilda företags val av diskonteringsränta men att uppvisa någon signifikans är inte möjligt.

Även graferna över branschernas medelvärden för de två ovannämnda variablerna har svårt att påvisa något samband, detta kan bero på att företagen agerar och tänker olika när de sätter sina diskonteringsräntor.

## **7.3 Hur påverkar företagens goodwill i förhållande till eget kapital valet av diskonteringsränta?**

Grafen över sambandet mellan andel goodwill till eget kapital och företagets diskonteringsräntor visar att det finns en tendens att företag med hög andel goodwill sätter en lägre diskonteringsränta och vice versa. T-testet visar att det finns en signifikans mellan andelen goodwill och diskonteringsränta. Sig. (2-tailed) värdet blev 0,037 vilket är mindre än 0,05 som krävs för att uppfylla kravet för signifikans. Genom att ha uppnått signifikans är det statistiskt bevisat att det finns en korrelation mellan andel goodwill och valet av

diskonteringsränta. Uppsatsens observationer tyder på en viss opportunistisk val av diskonteringsränta. Att det finns en generell signifikans mellan andelen goodwill och diskonteringsränta oavsett branscher bekräftas av tidigare studier som har gjort liknande T-tester på andra branscher.

Företagen sätter förmodligen en lägre diskonteringsränta desto större andel goodwill de har i syfte att undvika en negativ resultatpost. Företag med högre andel goodwill är mer riskutsatta för stora goodwillnedskrivningar och genom att ha en lägre diskonteringsränta kan de begränsa eventuella nedskrivningseffekter. Diskonteringsräntans storlek är alltså av större vikt för företag med hög andel goodwill än de med en lägre goodwill p.g.a. av de effekter som diskonteringsräntan kan leda till.

Slutsatsen, att det finns en tendens till att bolag som har stora värden i goodwill använder sig av lägre diskonteringsräntor för att försvara sina värden i balansräkningen, går tvärt emot syftet med införandet av IFRS. En av de stora anledningarna till IFRS var att jämförbarheten mellan bolag skulle öka och redovisningen bli mer transparent. Enligt vår undersökning finns det belägg för att företagen gör antaganden i beräkningarna som gynnar deras syfte.

I vår undersökning har vi dock inte på något sätt funnit att något bolag använder sig av diskonteringsräntan på ett sådant sätt att det strider mot IFRS regelverk. I de modeller vi själva testat (WACC och CAPM) har vi nästan uteslutande kommit till lägre räntesats än vad bolagen faktiskt använder.

En alternativ tolkning är att bolag med mindre goodwillvärden, och som lätt kan försvara dessa värden i balansräkningen, inför analytikerna vill visa att deras förvärv framöver förväntas generera starka kassaflöden.



## 7.4 Förslag till vidare forskning

Under arbetets gång har ett antal frågor identifierats som hade varit intressanta att undersöka vidare.

- Kvalitativ undersökning: Eftersom det i uppsatsen har konstaterats att det är svårt att som utomstående part beräkna företags diskonteringsräntor och att företagen sätter sina diskonteringsräntor till stor del baserat på företags- och branschspecifika osäkerhetsvariabler så hade det varit intressant att genomföra en kvalitativ undersökning.
- Large Cap: Goodwill är vanligare i större företag och det hade därför varit av intresse att genomföra en undersökning med enbart företag på Large Cap oberoende branschtillhörighet för att se hur diskonteringsräntorna sätts i dessa företag.
- Annat resultatmått: I uppsatsen har EBITDA i förhållande till omsättningen använts som resultatmått. En effekt med det måttet är att vid sämre tider minskar både EBITDA samt omsättningen vilket medför att förhållandet mellan dessa inte visar en riktig bild av nedgången i företagen. Genom att använda ett annat resultatmått skulle det kunna vara möjligt att uppnå en annan relation och därmed kunna dra andra slutsatser.
- Nedskrivningar: Eftersom uppsatsen bara har tittat på den teoretiska delen av nedskrivningar skulle det vara intressant att undersöka den praktiska delen, d.v.s. hur många och i vilken omfattning företag har gjort faktiska nedskrivningar. Detta kan bekräfta om företagen har använt sig utav ett opportunistiskt tänkande vid faktiska nedskrivningsprövningar.

# Referenslista

## Litteratur

Arvidsson Susanne (2010). *Företagsfinansiering: Att förstå företagsekonomi*. Upplaga 1:3. Lund: Studentlitteratur

Berk, Jonathan & Demarzo, Peter (2014). *Corporate finance*. Third Edition. Pearson Education.

Bryman, Alan & Bell, Emma (2011). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Upplaga 1. Lund

Bryman, Alan (2002). *Samhällsvetenskapliga metoder*. Upplaga 1:1. Malmö: Liber ekonomi.

Djurfeldt, G., Larsson, R. & Stjärnhagen, O (2010). *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. Upplaga 2:3. Studentlitteratur: Lund.

Jacobsen, Dag Ingvar (2002). *Vad hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Hojskoleforlaget.

Kenneth, Kim & Nofsinger, John R, Mohr & Mohr, Derek J (2009). *Corporate Governance*. Third Edition. Pearson Education.

Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002), *Företagsvärdering*. Upplaga 1:10. Holmbergs.

Sun & Rath, Fundamental Determinants, Opportunistic Behavior and Signaling Mechanism: An Integration of Earning Management Perspectives, sid 5

Sundgren S, Nilsson, H., & Nilsson, S. (2009). *Internationell redovisning: teori och praxis*. 2. förändrade uppl. Lund: Studentlitteratur.

## Elektroniska källor

Aktiespararna (2012). *Pejlingpanelen Defensiva sektorer ökar*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Analyser/2012/april/Pejlingpanelen-Defensiva-sektorer-okar/>. (Hämtad 2013-11-10)

Alfred Berg. *Svenska aktier, januari 2012*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.alfredberg.se/sites/SE/market\\_comments/swedish\\_equities/2012-01-swedish-equities.page](http://www.alfredberg.se/sites/SE/market_comments/swedish_equities/2012-01-swedish-equities.page) (Hämtad 2013-11-29)

Ernst & Young (2010). *Impairment accounting – the basics of IAS 36 impairment of assets*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Impairment\\_accounting\\_IAS\\_36\\_0810/\\$FILE/Impairment%20accounting%20IAS%2036%200810.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Impairment_accounting_IAS_36_0810/$FILE/Impairment%20accounting%20IAS%2036%200810.pdf) (Hämtad 2013-12-15)

Finansinspektionen (2006). *Företagens tillämpning av internationella redovisningsregler*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.fi.se/Tillsyn/Rapporter/Rapporter/Listan/Foretagens-tillampning-av-internationella-redovisningsregler-20062/> (Hämtad 2014-01-11)

Företagsvärdering. *Definition av riskfriränta*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.foretagsvardering.org/definition/riskfri-ranta/> (Hämtad 2013-10-29)

Gustavsson, B. (2011) Ernst & Young, *Energimarknadsinspektionen: Estimering av kalkylränta för elnätsverksamhet för åren 2012-2015*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.energimarknadsinspektionen.se/Documents/Forhandsreglering\\_el/Viktiga\\_dokument/Ernst\\_o\\_Young\\_Estimering\\_av\\_kalkylranta\\_for\\_elnatsverksamhet\\_for\\_aren\\_2012-2015.pdf](http://www.energimarknadsinspektionen.se/Documents/Forhandsreglering_el/Viktiga_dokument/Ernst_o_Young_Estimering_av_kalkylranta_for_elnatsverksamhet_for_aren_2012-2015.pdf) (Hämtad 2014-01-07)

IBM SPSS. *Independent samples T test*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://pic.dhe.ibm.com/infocenter/spssstat/v22r0m0/index.jsp?topic=%2Fcom.ibm.spss.statistcs.help%2Fspss%2Fbase%2Fidh\\_ttin.htm](http://pic.dhe.ibm.com/infocenter/spssstat/v22r0m0/index.jsp?topic=%2Fcom.ibm.spss.statistcs.help%2Fspss%2Fbase%2Fidh_ttin.htm) (Hämtad 2014-01-08)

IFRS. *About the IFRS Foundation and the IASB*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.ifrs.org/The-organisation/Pages/IFRS-Foundation-and-the-IASB.aspx> (Hämtad 2013-10-30)

IAS 36. *Impairment of Assets*. (Elektronisk). Tillgänglig:  
<http://www.ifrs.org/IFRSs/Documents/English%20IAS%20and%20IFRS%20PDFs%202012/IAS%2036.pdf> (Hämtad 2013-11-17)

IFRS 38 (2012). *Intangible assets*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.ifrs.org/IFRSs/IFRS-technical-summaries/Documents/IAS38-English.pdf> (Hämtad 2013-11-17)

Konjunkturinstitutet (2009). *Konjunkturbarometern*. (Elektronisk). Tillgänglig:  
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/BA/97/wkr0003.pdf> (Hämtad 2013-11-13)

KPMG. *Corporate Finance*. (Elektronisk). Tillgänglig:  
<http://www.kpmg.com/se/sv/karriar/student/ uppsatser/sidor/corporate%20finance.aspx>  
(Hämtad 2013-10-25)

KPMG Corporate Finance (2013). *Uppskattning av vägd kapitalkostnad för regleringen av elnätsverksamhet i Sverige*. (Elektronisk). Tillgänglig:  
[http://www.energimarknadsinspektionen.se/Documents/Forhandsreglering\\_el/Beslut\\_om\\_inta\\_ktsramar\\_och\\_darpa\\_foljande\\_dokument/REL00861/REL00861\\_yttrande\\_bilaga\\_del\\_2.pdf](http://www.energimarknadsinspektionen.se/Documents/Forhandsreglering_el/Beslut_om_inta_ktsramar_och_darpa_foljande_dokument/REL00861/REL00861_yttrande_bilaga_del_2.pdf)  
(Hämtad 2014-01-07)

Lorentzon, Johan & Ekberg, Mats (2007). *Missbruk av goodwill en fråga för revisorerna*. (Elektronisk). Tillgänglig:  
<http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2007/maj/Missbruk-av-goodwill--en-fraga-for-revisorerna/>. (Hämtad 2013-12-02)

Lyke, Bob & Jickling, Mark (2002). *WorldCom: The accounting scandal*. (Elektronisk). Tillgänglig:  
[http://www.law.umaryland.edu/marshall/crsreports/crsdocuments/RS21253\\_08292002.pdf](http://www.law.umaryland.edu/marshall/crsreports/crsdocuments/RS21253_08292002.pdf)  
(Hämtad 2014-01-08)

Marton, Jan (2011). *Globala kapitalmarknader kräver global redovisning*. Tillgänglig:  
<http://1company.se/globala-kapitalmarknader-kraver-global-redovisning/> (Hämtad 2013-01-11)

Nasdaq OMX Nordic (2013). *Aktier*. (Elektronisk). <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/>. (Hämtad 2013-11-05).

Regeringskansliet (2011). *Finanskrisen 2008 – en sammanfattning av regerings åtgärder*. (Elektronisk). Tillgänglig: <http://www.regeringen.se/sb/d/15334/a/179329> (Hämtad 2013-11-10)

Riksbanken (2013). *Sök räntor och valutakurser*. (Elektronisk) Tillgänglig: <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Sok-rantor-och-valutakurser/> (Hämtad 2013-12-05)

Riksgälden (2013). *Avgifter*. (Elektronisk) Tillgänglig: <https://www.riksgalden.se/sv/omriksgalden/Bankstod/Stodatgarder-under-krisen/Garantiprogrammet/Avgifter/> (Hämtad 2013-12-22)

Svenska bankföreningen. *Fakta om finanskrisen*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/\\$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D](http://www.swedishbankers.se/web/bf.nsf/$all/9D69A0848D5B834DC125760F003C168D) (Hämtad 2013-11-07)

SvD Näringsliv. (2008). *Halva börsen är borta*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.svd.se/naringsliv/branscher/bank-och-fastighet/halva-borsen-ar-borta\\_7036731.svd](http://www.svd.se/naringsliv/branscher/bank-och-fastighet/halva-borsen-ar-borta_7036731.svd) (Hämtad 2013-12-01)

PWC (2012). *Riskpremie på den svenska marknaden*. (Elektronisk). Tillgänglig: [http://www.pwc.se/sv\\_SE/se/publikationer/assets/riskpremiestudien-2012.pdf](http://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/riskpremiestudien-2012.pdf) (Hämtad 2014-01-08)

## Vetenskapliga artiklar och publikationer

Beck-Friis, Carl & Mörner, Jacob & Svensson, Kristoffer (2012). *Goodwill*. Lunds Universitet.

Beatty, A. & Weber, J (2005). *Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS142 Goodwill Impairment*. Journal of Accounting Research, vol. 44, no.2, USA

Carlin, T & Finch, N (2009). *Discount Rates in Disarray: Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing*, *Australian Accounting Review*, vol. 19, no. 51, Australia

Fama, Eugene F; French, Kenneth R (2004). *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*. Journal of Economic Perspectives 18 (3).

Gallery, G. Commentary (2009): *Discount Rates in Disarray: Evidence on Flawed Goodwill Impairment Testing*. Australian Account Review, vol. 19, no 51, Australia

Jonasson, Gustav & Tanno, Alexander (2011). *Opportunistisk justering av diskonteringsräntor vid nedskrivning av goodwill*. Uppsala Universitet.

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). *A Survey of Corporate Governance*. Journal of Finance. vol. 52, no. 2.

Sun & Rath (2008), *Fundamental Determinants, Opportunistic Behavior and Signaling Mechanism: An Integration of Earning Management Perspectives*. International Review of Business Research Papers Vol.4 No.4, Australia.

## Tidningar

Aktiespararna *Börstabeller*. nr 1 år 2007

Aktiespararna, *Börstabeller*. nr 1 år 2008

Aktiespararna, *Börstabeller*, nr 1 år 2009

Aktiespararna, *Börstabeller*, nr 1 år 2010

Aktiespararna, *Börstabeller*, nr 1 år 2011

Aktiespararna, *Börstabeller*, nr 1 år 2012

Aktiespararna, *Börstabeller*, nr 1 år 2013

Gauffin, Björn & Thörnsten, Anders (2010). *Nedskrivning av goodwill – Få nedskrivningar som följd av finanskrisen*. Balans, nr.1, 2010

## Lagar

SFS (1995:1554). Årsredovisningslagen Stockholm, Justitiedepartementet

## Standarder

IAS 36 – *Nedskrivningar*. (2013). FAR SRS Förlag AB

IAS 38 – *Intangible assets*. (2013). FAR SRS Förlag AB

## Databaser

Business retriever

Thomson Reuters Eikon: Market Analysis & Trading Software

## Årsredovisningar

Atria	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
AarhusKarlshamn	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
BE Group	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Bergs Timber	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Billerud Korsnäs	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Boliden	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Björn Borg	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Carlsberg	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Duni	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Electrolux	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Fenix Outdoor	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Fiskars	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Haldex	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Hexpol	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Mekonomen	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
New Wave	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Nobia	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012

Husqvarna	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
SCA	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Stora Enso	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
SSAB	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Swedish Match	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Opcon	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Oriflame	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012
Profilgruppen	2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012

## 9. Bilagor

### 9.1 De slutligt undersökta företagen

Materialbranschen	Konsumentvarubranschen
BE Group	AarhusKarlshamn
Bergs Timber	ACAP Invest
BillerudKorsnäs	Björn Borg
Boliden	Carlsberg
Hexpol	Duni
Outokompu	Electrolux
Profilgruppen	Fenix Outdoor
SSAB	Fiskars
Stora Enso	Haldex
	Husqvarna
	Mekonomen
	Midsona
	New Wave
	Nobia
	Opcon
	Oriflame
	SCA
	Swedish Match
	VBG Group



## 9.2 Företagsdata Konsumentvarubranschen

AarhusKarlshamn (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	2 857 000	3 484 000	3 182 000	3 512 000	5 220 000	4 457 000	3 091 000
Finansiella kostnader	125 000	110 000	83 000	212 000	317 000	218 000	107 000
Goodwill	1 045 000	733 000	580 000	652 000	682 000	614 000	579 000
Eget kapital	3 899 000	3 547 000	3 164 000	2 927 000	2 343 000	2 409 000	2 287 000
Diskonteringsränta	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	12,00%	11,00%
Beta	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	-	-
CAPM	3,91%	4,84%	5,18%	5,95%	6,84%	-	-
Rd	4,38%	3,16%	2,61%	6,04%	6,07%	4,89%	3,46%
WACC	4,11%	4,01%	3,89%	6,00%	6,31%	-	-
EBITDA	1 322 000	1 264 000	1 258 000	1 878 000	526 000	1 031 000	648 000
Omsättning	17 019 000	16 801 000	14 854 000	15 982 000	17 582 000	13 028 000	10 982 000
EBITDA/Omsättning	0,0777	0,0752	0,0847	0,1175	0,0299	0,0791	0,0590
GW/EK	0,2680	0,2067	0,1833	0,2228	0,2911	0,2549	0,2532

ACAP Invest (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
S:a Räntebärandeskulder	70 908	73 000	96 000	84 000	95 000	75 000	60 000
Finansiella kostnader	7 038	7 124	8 733	5 958	10 089	7 092	7 603
Goodwill	72 437	87 252	119 799	123 393	123 381	130 434	66 268
Eget kapital	102 655	146 070	210 795	232 306	352 935	366 812	233 111
Diskonteringsränta	10,18%	10,18%	9,21%	9,21%	9,21%	10,40%	14%
Beta	0,2	0,3	0,7	0,7	0,9	0,7	0,3
CAPM	2,75%	3,94%	6,10%	7,03%	8,31%	7,18%	5,05%
Rd	9,93%	9,76%	9,10%	7,09%	10,62%	9,46%	12,67%
WACC	5,68%	5,88%	7,04%	7,05%	8,80%	7,56%	6,61%
EBITDA	-7 153	-31 022	6 332	22 309	102 030	103 030	79 018
Omsättning	639 758	813 256	756 235	747 231	952 205	877 700	553 071
EBITDA/Omsättning	-0,0112	-0,0381	0,0084	0,0299	0,1072	0,1174	0,1429
GW/EK	0,7056	0,5973	0,5683	0,5312	0,3496	0,3556	0,2843

Atria (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	3 192 269	3 662 974	3 865 231	4 417 249	4 970 290	3 049 520	2 210 010
Finansiella kostnader	252 716	250 330	383 223	384 523	739 092	214 452	97 052
Goodwill	1 445 000	1 454 000	1 462 000	1 618 000	1 649 000	1 431 000	521 000
Eget kapital	3 672 000	3 734 000	3 978 000	4 460 000	4 733 000	4 470 000	2 770 000
Diskonteringsränta	4,30%	4,80%	6,10%	5,40%	6,10%	5,80%	5,60%
Beta	-	-	-	-	-	-	-
Valutakurs, EUR	8,62	8,95	8,99	10,37	11,08	9,47	9,05
CAPM	-	-	-	-	-	-	-
Rd	7,92%	6,83%	9,91%	8,71%	14,87%	7,03%	4,39%
WACC	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	687 605	518 072	551 148	807 097	952 159	1 316 817	717 665

Omsättning	11 577 264	11 649 011	11 696 392	13 652 184	15 040 558	12 050 292	9 982 150
EBITDA/Omsättning	0,0594	0,0445	0,0471	0,0591	0,0633	0,1093	0,0719
GW/EK	0,3935	0,3894	0,3675	0,3628	0,3484	0,3201	0,1881

<b>Björn Borg (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	20 000	20 000	20 000	20 000	120 000	135 000	140 000
Finansiella kostnader	13 679	3 142	4 764	5 320	7 401	7 251	2 766
Goodwill	13 944	13 944	13 944	13 944	13 944	13 944	13 944
Eget Kapital	344 216	396 962	427 276	460 956	413 803	342 943	138 054
Diskonteringsränta	17%	15%	14%	14%	21%	21%	19%
Beta	0,5	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	-
CAPM	4,49%	6,19%	7,02%	8,65%	9,29%	9,33%	-
Rd	68,40%	15,71%	23,82%	26,60%	6,17%	5,37%	-
WACC	8,00%	6,65%	7,78%	9,40%	8,59%	8,21%	-
EBITDA	76 224	100 871	133 141	119 618	135 727	146 196	83 193
EBIT	69 786	83 706	126 005	112 594	128 751	142 075	81 864
Omsättning	551 432	536 509	536 040	519 915	526 556	494 886	324 555
EBITDA/Omsättning	0,1382	0,1880	0,2484	0,2301	0,2578	0,2954	0,2563
GW/EK	0,0405	0,0351	0,0326	0,0303	0,0337	0,0407	0,1010

<b>Carlsberg (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	46 273 479	43 607 331	44 129 295	54 820 926	71 228 828	29 544 207	27 664 160
Finansiella kostnader	3 086 593	3 186 407	3 912 300	5 008 009	6 996 488	2 352 966	1 919 757
Goodwill	62 390 300	44 574 805	61 365 150	65 276 657	71 437 284	21 542 598	20 550 623
S:a Eget kapital	85 077 681	86 193 038	84 077 018	82 778 944	89 182 468	25 338 852	23 040 725
Diskonteringsränta	6%	7,00%	8,00%	7,00%	8%	9%	5%
Beta	0,9	0,9	1,2	1,3	1,3	0,7	0,4
Valutakurs DKK	1,155	1,203	1,208	1,392	1,468	1,271	1,214
CAPM	6,81%	6,64%	8,40%	10,27%	10,27%	7,18%	5,50%
Rd	6,67%	7,31%	8,87%	9,14%	9,82%	7,96%	6,94%
WACC	6,76%	6,86%	8,56%	9,82%	10,07%	7,60%	6,29%
EBITDA	15 955 098	16 365 234	17 189 970	18 324 664	17 043 480	10 334 247	8 536 973
Omsättning	107 545 582	104 153 882	98 163 713	105 303 154	112 385 676	76 371 026	67 656 266
EBITDA/Omsättning	0,1484	0,1571	0,1751	0,1740	0,1517	0,1353	0,1262
GW/EK	0,7333	0,5172	0,7299	0,7886	0,8010	0,8502	0,8919

<b>Duni (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007
S:a Räntebärandeskulder	560 000	675 000	530 000	708 000	1 179 000	1 092 000
Finansiella kostnader	30 000	33 000	20 000	50 000	85 000	95 000
Goodwill	1 199 000	1 199 000	1 199 000	1 199 000	1 199 000	1 199 000
S:a eget kapital	2 051 000	2 082 000	1 991 000	1 789 000	1 544 000	1 416 000
Diskonteringsränta	11,40%	11,40%	11,40%	11,40%	9,70%	9%
Beta	0,3	0,3	0,9	0,9	-	-
CAPM	3,33%	3,94%	7,02%	8,11%	-	-

Rd	5,36%	4,89%	3,77%	7,06%	7,21%	8,70%
WACC	3,77%	4,17%	6,34%	7,81%	-	-
EBITDA	339 000	495 000	538 000	590 000	423 000	598 000
Omsättning	3 673 000	3 872 000	4 105 000	4 327 000	4 156 000	2 120 000
EBITDA/Omsättning	0,0923	0,1278	0,1311	0,1364	0,1018	0,2821
GW/EK	0,5846	0,5759	0,6022	0,6702	0,7766	0,8468

<b>Electrolux (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	10 005 000	9 639 000	9 219 000	10 241 000	9 963 000	15 822 000	16 551 000
Finansiella kostnader	876 000	574 000	456 000	574 000	769 000	675 000	746 000
Goodwill	5 541 000	6 008 000	2 295 000	2 274 000	2 095 000	2 024 000	1 981 000
S:a eget kapital	19 824 000	20 644 000	20 613 000	18 441 000	16 385 000	16 040 000	13 194 000
Diskonteringsränta	11%	11%	9,90%	12%	12%	11%	9%
Beta	1,4	1,1	1	1,1	0,9	1	0,8
CAPM	9,71%	7,54%	7,48%	9,19%	8,31%	8,47%	7,30%
Rd	8,76%	5,95%	4,95%	5,60%	7,72%	4,27%	4,51%
WACC	9,39%	7,03%	6,70%	7,91%	8,08%	6,38%	5,75%
EBITDA	7 401 000	6 180 000	8 758 000	7 203 000	4 134 000	11 105 058	6 791 000
Omsättning	110 072 000	101 828 000	106 340 000	109 173 000	105 010 000	104 985 000	104 033 000
EBITDA/Omsättning	0,0672	0,0607	0,0824	0,0660	0,0394	0,1058	0,0653
GW/EK	0,2795	0,2910	0,1113	0,1233	0,1279	0,1262	0,1501

<b>Fenix Outdoor (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	43 913	45 537	51 840	63 458	79 049	133 462	140 295
Finansiella kostnader	9 900	7 742	3 808	4 890	7 772	7 714	6 526
Goodwill	98 798	100 570	52 746	50 203	47 171	47 171	47 171
Eget kapital	850 334	754 071	608 731	498 612	417 694	327 415	263 128
Diskonteringsränta	10%	10%	10%	10%	10%	10%	11%
Beta	0,4	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5
CAPM	3,91%	4,39%	5,64%	7,03%	6,35%	6,75%	5,95%
Rd	22,54%	17,00%	7,35%	7,71%	9,83%	5,78%	4,65%
WACC	4,83%	5,11%	5,78%	7,11%	6,90%	6,47%	5,50%
EBITDA	264 302	265 830	275 641	191 342	158 271	145 158	105 068
Omsättning	1 725 942	1 553 784	1 351 627	1 132 517	976 715	858 401	751 729
EBITDA/Omsättning	0,1531	0,1711	0,2039	0,1690	0,1620	0,1691	0,1398
GW/EK	0,1162	0,1334	0,0866	0,1007	0,1129	0,1441	0,1793

<b>Fiskars (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	769 462	1 407 896	1 856 212	2 836 722	3 499 360	3 315 725	1 321 300
Finansiella kostnader	43 083	67 085	63 014	121 130	223 084	122 208	98 645
Goodwill	766 877	796 078	801 178	1 024 947	1 082 615	937 877	199 100
S:a Eget kapital	5 333 675	4 955 364	4 996 110	5 217 912	4 877 233	4 528 333	3 819 100
Diskonteringsränta	9,50%	7,90%	6,60%	7,30%	10,00%	12,10%	12,10%
Beta	0,73	0,73	0,7	0,7	0,6	0,4	0,4
Valutakurs EUR	8,62	8,94	9,00	10,35	10,94	9,47	9,05

CAPM	5,83%	5,87%	6,10%	7,03%	6,84%	5,89%	5,50%
Rd	5,60%	4,76%	3,39%	4,27%	6,38%	3,69%	7,47%
WACC	5,80%	5,63%	5,37%	6,06%	6,64%	4,96%	6,01%
EBITDA	741 028	670 853	756 168	693 651	1 115 421	1 257 133	1 034 415
Omsättning	6 445 217	6 645 912	6 445 432	6 832 980	7 622 044	6 233 563	4 841 750
EBITDA/Omsättning	0,1150	0,1009	0,1173	0,1015	0,1463	0,2017	0,2136
GW/EK	0,1438	0,1606	0,1604	0,1964	0,2220	0,2071	0,0521

Haldex (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	618 000	702 000	1 318 000	1 258 000	1 127 000	1 741 000	1 609 000
Finansiella kostnader	46000	42000	107000	108000	153000	80000	75000
Goodwill	354 000	371 000	865 000	954 000	967 000	425 000	414 000
Eget kapital	1 226 000	1 323 000	2 343 000	2 365 000	1 805 000	1 857 000	1 894 000
Diskonteringsränta	9%	8%	9%	9%	11%	-	-
Beta	1,5	1,1	1,4	1,3	1,5	1	0,7
CAPM	10,29%	7,54%	9,32%	10,27%	11,25%	8,47%	6,85%
Rd	7,44%	5,98%	8,12%	8,59%	13,58%	4,60%	4,66%
WACC	9,34%	7,00%	8,89%	9,69%	12,14%	6,59%	5,85%
EBITDA	295 000	2 346 000	560 000	443 000	423 000	583 000	662 000
Omsättning	3 933 000	6 961 000	6 906 000	6 033 000	8 416 000	7 997 000	7 922 000
EBITDA/Omsättning	0,0750	0,3370	0,0811	0,0734	0,0503	0,0729	0,0836
GW/EK	0,2887	0,2804	0,3692	0,4034	0,5357	0,2289	0,2186

Husqvarna (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	9 691 000	8 617 000	10 294 000	9 821 000	14 379 000	6 206 000	6 090 000
Finansiella kostnader	464 000	475 000	409 000	502 000	716 000	719 000	438 000
Goodwill	5 733 000	6 029 000	5 995 000	6 461 000	6 788 000	5 461 000	1 780 000
S:a Eget kapital	11 564 000	12 332 000	12 154 000	12 082 000	10 070 000	7 349 000	6 252 000
Diskonteringsränta	11,00%	11%	11%	9%	10,00%	10,00%	10%
Beta	1,4	0,9	1	0,9	0,8	-	-
CAPM	9,71%	6,64%	7,48%	8,11%	7,82%	-	-
Rd	4,79%	5,51%	3,97%	5,11%	4,98%	11,59%	7,19%
WACC	7,47%	6,18%	5,87%	6,77%	6,15%	-	-
EBITDA	2 677 000	2 658 000	3 625 000	2 886 000	2 365 000	4 440 000	4 099 000
Omsättning	30 844 000	30 366 000	32 242 000	34 079 000	32 346 000	33 308 000	29 416 000
EBITDA/Omsättning	0,0868	0,0875	0,1124	0,0847	0,0731	0,1333	0,1393
GW/EK	0,4958	0,4889	0,4933	0,5348	0,6741	0,7431	0,2847

Mekonomen (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	210 500	647 000	109 000	56 000	54 000	6 000	259 076
Finansiella kostnader	51 000	21 000	3 000	5 000	8 000	9 000	15 000
Goodwill	1 903 000	789 000	281 000	241 000	232 000	198 000	169 000
S:a Eget kapital	2 303 000	1 539 000	955 000	953 000	833 000	978 000	933 110
Diskonteringsränta	10,30%	13,60%	10,00%	14,00%	14,00%	14,00%	16,50%
Beta	0,6	0,8	0,5	0,5	0,5	0,7	0,6

CAPM	5,07%	6,19%	5,18%	5,95%	6,35%	7,18%	6,40%
Rd	24,23%	3,25%	2,75%	8,93%	14,81%	150,00%	5,79%
WACC	6,68%	5,32%	4,94%	6,12%	6,86%	8,05%	6,27%
EBITDA	675 000	619 000	534 000	369 000	285 000	287 000	279 909
Omsättning	5 426 000	4 237 000	3 447 000	3 206 000	2 691 000	2 550 000	2 449 845
EBITDA/Omsättning	0,1244	0,1461	0,1549	0,1151	0,1059	0,1125	0,1143
GW/EK	0,8263	0,5127	0,2942	0,2529	0,2785	0,2025	0,1811

Midsona (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	220 000	270 000	341 000	201 000	568 000	625 000	810 000
Finansiella kostnader	16 000	19 000	13 000	15 000	48 000	32 000	19 000
Goodwill	525 000	462 000	477 000	609 000	575 000	598 000	685 864
Eget kapital	686 000	652 000	620 000	707 000	505 000	499 000	538 391
Diskonteringsränta	9,90%	10,20%	10,60%	11,50%	12,20%	12,20%	10,80%
Beta	0,3	0,3	0,5	0,5	0,7	0,8	0,6
CAPM	3,33%	3,94%	5,18%	5,95%	7,33%	7,61%	6,40%
Rd	7,27%	7,04%	3,81%	7,46%	8,45%	5,12%	2,35%
WACC	4,29%	4,85%	4,70%	6,29%	7,92%	6,22%	3,96%
EBITDA	59 000	64 000	75 000	119 000	68 000	-18 000	-5 000
Omsättning	869 000	1 030 000	1 134 000	1 354 000	1 458 000	1 458 000	1 659 000
EBITDA/Omsättning	0,0679	0,0621	0,0661	0,0879	0,0466	-0,0123	-0,0030
GW/EK	0,7653	0,7086	0,7694	0,8614	1,1386	1,1984	1,2739

New Wave (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	1 746 400	1 915 000	1 528 300	1 821 200	2 767 500	2 472 500	1 430 600
Finansiella kostnader	63 200	57 900	32 400	52 400	148 400	105 800	64 000
Goodwill	732 300	763 600	747 200	791 600	831 100	764 700	375 600
S:a eget kapital	1 934 300	2 068 600	1 908 300	1 773 600	1 802 700	1 426 300	1 300 700
Diskonteringsränta	11,50%	12%	12%	12%	12%	9%	9%
Beta	1,10	1,40	0,80	0,80	0,90	0,70	0,70
CAPM	7,97%	8,89%	6,56%	7,57%	8,31%	7,18%	6,85%
Rd	3,62%	3,02%	2,12%	2,88%	5,36%	4,28%	4,47%
WACC	5,91%	6,07%	4,59%	5,19%	6,52%	5,34%	5,61%
EBITDA	163 000	375 800	386 000	243 000	433 000	459 700	384 900
Omsättning	4 276 500	4 156 500	4 661 800	4 231 700	3 553 700	3 084 800	2 322 243
EBITDA/Omsättning	0,0381	0,0904	0,0828	0,0574	0,1218	0,1490	0,1657
GW/EK	0,3786	0,3691	0,3916	0,4463	0,4610	0,5361	0,2888

Nobia (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	936 000	1 106 000	1 247 000	2 456 000	3 119 000	1 720 000	1 653 000
Finansiella kostnader	107000	92000	103000	116000	213000	129000	134000
Goodwill	2 102 000	2 681 000	2 676 000	3 037 000	3 056 000	2 786 000	2 764 000
Eget kapital	2 880 000	3 525 000	3 441 000	3 928 000	4 189 000	4 150 000	3 727 000
Diskonteringsränta	13,70%	11,90%	13,70%	12,00%	11,00%	10,10%	11,70%
Beta	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	0,7	0,8

CAPM	7,97%	7,99%	8,86%	10,27%	10,27%	7,18%	7,30%
Rd	11,43%	8,32%	8,26%	4,72%	6,83%	7,50%	8,11%
WACC	8,82%	8,07%	8,70%	8,14%	8,80%	7,27%	7,55%
EBITDA	121 000	574 000	453 000	557 000	1 430 000	1 790 000	1 452 000
Omsättning	12 427 000	13 165 000	14 143 000	15 563 000	16 162 000	16 718 000	15 706 000
EBITDA/Omsättning	0,0097	0,0436	0,0320	0,0358	0,0885	0,1071	0,0924
GW/EK	0,7299	0,7606	0,7777	0,7732	0,7295	0,6713	0,7416

Opcon (tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	173 326	138 100	140 000	110 000	117 902	107 264	75 681
Finansiella kostnader	21 449	12 454	9 600	9 878	11 523	4 836	5 257
Goodwill	142 016	150 856	151 854	156 254	115 914	106 456	25 232
Eget Kapital	485 018	570 874	513 543	486 819	291 167	244 136	143 790
Diskonteringsränta	10,90%	11,10%	9,60%	7,10%	10%	13%	13%
Beta	1,1	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,0
CAPM	7,97%	7,54%	7,48%	8,65%	9,29%	8,90%	8,20%
Rd	12,37%	9,02%	6,86%	8,98%	9,77%	4,51%	6,95%
WACC	9,13%	7,83%	7,35%	8,71%	9,43%	7,56%	7,77%
EBITDA	-165 365	-17 497	24 850	77 481	39 724	38 078	68 584
Omsättning	316 852	602 451	673 767	724 690	419 116	336 146	416 865
EBITDA/Omsättning	-0,5219	-0,0290	0,0369	0,1069	0,0948	0,1133	0,1645
GW/EK	0,2928	0,2643	0,2957	0,3210	0,3981	0,4361	0,1755

Oriflame (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	2 723 334	2 930 031	2 543 535	2 743 878	2 665 444	2 167 920	2 180 480
Finansiella kostnader	376 963	625 210	360 522	323 406	500 824	232 754	174 719
Goodwill	46 477	48 258	48 582	55 869	59 000	945 106	202 720
Eget kapital	2 177 107	2 002 882	2 028 447	1 636 552	1 409 008	879 015	433 332
Diskonteringsränta	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	-	-	-
Beta	0,6	0,8	1,1	1,1	1	0,9	0,9
Valutakurs EUR	8,61	8,94	9	10,35	10,93	9,47	9,05
CAPM	5,07%	6,19%	7,94%	9,19%	8,80%	8,04%	7,75%
Rd	13,84%	21,34%	14,17%	11,79%	18,79%	10,74%	8,01%
WACC	9,95%	15,19%	11,41%	10,82%	15,33%	9,96%	7,97%
EBITDA	1 758 162	1 628 868	1 659 600	1 728 450	2 367 700	1 726 353	1 308 802
Omsättning	12 822 873	13 354 572	13 622 364	13 626 758	14 527 030	10 505 876	8 307 402
EBITDA/Omsättning	0,1371	0,1220	0,1218	0,1268	0,1630	0,1643	0,1575
GW/EK	0,0213	0,0241	0,0240	0,0341	0,0419	1,0752	0,4678

SCA (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	33 065 000	28 558 000	24 816 000	31 005 000	38 859 000	20 380 000	27 792 000
Finansiella kostnader	1 355 000	1 454 000	1 268 000	1 834 000	2 563 000	2 103 000	1 887 000
Goodwill	12 169 000	9 433 000	17 688 000	19 147 000	19 374 000	18 161 000	16 997 000
S:a eget kapital	60 164 000	61 291 000	67 255 000	67 156 000	66 450 000	61 590 000	58 963 000
Diskonteringsränta	5,7%	6,2%	5,9%	6,3%	6,9%	7,3%	6,4%
Beta	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,4
CAPM	6,23%	5,74%	6,56%	7,57%	7,33%	7,18%	5,50%
Rd	4,10%	5,09%	5,11%	5,92%	6,60%	10,32%	6,79%
WACC	5,47%	5,53%	6,17%	7,05%	7,06%	7,96%	5,91%
EBITDA	11 561 000	8 226 000	15 001 000	15 018 000	14 753 000	16 333 000	14 667 000
Omsättning	85 567 000	81 420 000	109 253 000	110 892 000	110 474 000	108 375 000	103 902 000
EBITDA/Omsättning	0,1351	0,1010	0,1373	0,1354	0,1335	0,1507	0,1412
GW/EK	0,2023	0,1539	0,2630	0,2851	0,2916	0,2949	0,2883

Swedish Match (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	9 726 000	9 372 000	9 529 000	8 402 000	10 014 000	10 627 000	9 567 000
Finansiella kostnader	589 000	560 000	602 000	529 000	607 000	501 000	305 000
Goodwill	557 000	580 000	581 000	2 609 000	3 166 000	2 799 000	1 991 000
S:a eget kapital	-2 051 000	-1 599 000	-482 000	903 000	1 381 000	724 000	2 041 000
Diskonteringsränta	8,54%	10,60%	12,62%	8,68%	8,33%	9,27%	11,71%
Beta	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
CAPM	3,33%	3,94%	3,80%	4,87%	4,88%	5,03%	4,60%
Rd	6,06%	5,98%	6,32%	6,30%	6,06%	4,71%	3,19%
WACC	6,78%	6,39%	6,45%	6,16%	5,92%	4,73%	3,44%
EBITDA	4 357 000	3 991 000	4 456 000	3 545 000	3 524 000	3 423 000	3 669 000
Omsättning	12 853 000	11 993 000	14 256 000	14 214 000	13 256 000	12 558 000	12 923 000
EBITDA/Omsättning	0,3390	0,3328	0,3126	0,2494	0,2658	0,2726	0,2839
GW/EK	-	-	-	2,8893	2,2925	3,8660	0,9755

VBG Group (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	89 423	63 833	133 769	230 335	171 182	131 032	149 246
Finansiella kostnader	6 429	6 647	7 590	8 260	7 084	8 409	9 944
Goodwill	291 015	250 872	252 291	289 462	257 272	222 595	213 431
S:a Eget kapital	655 356	636 578	565 332	595 023	664 723	532 871	406 790
Diskonteringsränta	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	10,5%	10,5%	10,5%
Beta	0,6	0,7	1,1	1,1	1,1	0,9	0,4
CAPM	5,07%	5,74%	7,94%	9,19%	9,29%	8,04%	5,50%
Rd	7,19%	10,41%	5,67%	3,59%	4,14%	6,42%	6,66%
WACC	5,33%	6,17%	7,51%	7,63%	8,23%	7,72%	5,81%
EBITDA	132 070	172 725	105 112	9 891	149 484	242 510	200 945
EBIT	98 924	138 254	68 620	-27 052	123 073	213 222	170 478
Omsättning	1 112 255	1 185 293	1 028 847	836 902	1 382 347	1 326 129	1 166 358
EBITDA/Omsättning	0,1187	0,1457	0,1022	0,0118	0,1081	0,1829	0,1723
GW/EK	0,4441	0,3941	0,4463	0,4865	0,3870	0,4177	0,5247

## 9.3 Företagsdata Materialbranschen

<b>BE Group (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	882 000	852 000	925 000	976 000	1 134 321	853 460	847 634
Finansiella kostnader	44 000	52 000	58 000	65 000	57 949	42 256	24 141
Goodwill	607 000	693 000	692 000	647 000	651 350	544 464	540 158
Eget kapital	673 000	805 000	787 000	798 000	1 102 539	848 887	664 174
Diskonteringsränta	10,19%	10,81%	10,71%	9,52%	11,30%	11,50%	8,50%
Beta	1	0,9	1,3	1,3	-	-	-
CAPM	7,39%	6,64%	8,86%	10,27%	-	-	-
Rd	4,99%	6,10%	6,27%	6,66%	5,11%	4,95%	2,85%
WACC	6,03%	6,36%	7,46%	8,28%	-	-	-
EBITDA	445 000	159 000	157 000	-209 000	583 891	551 811	597 537
Omsättning	4 640 000	5 971 000	5 148 000	4 320 000	7 785 225	7 651 381	6 711 788
EBITDA/Omsättning	0,0959	0,0266	0,0305	-0,0484	0,0750	0,0721	0,0890
GW/EK	0,9019	0,8609	0,8793	0,8108	0,5908	0,6414	0,8133

<b>Bergs Timber (Tkr)</b>	2011-2012	2010-2011	2009-2010	2008-2009	2007-2008	2006-2007	2005-2006
Räntebärande skulder	310 400	324 400	306 100	302 500	296 100	254 900	134 019
Finansiella kostnader	18 600	17 000	10 000	13 800	16 900	6 600	3 845
Immateriella tillgångar	2 500	2 800	2 300	2 700	3 200	15 800	760
Goodwill	1 800	1 801	1 802	1 803	1 804	14 100	-
Eget kapital	191 000	230 000	271 100	247 000	273 900	290 800	182 156
Diskonteringsränta	13,20%	13,30%	11,90%	11,90%	-	-	-
Beta	0,9	0,3	0,9	0,9	1,1	0,9	0,3
CAPM	2,36%	3,19%	3,43%	3,89%	-	-	-
Rd	5,99%	5,24%	3,27%	4,56%	5,71%	2,59%	2,87%
WACC	4,61%	4,39%	3,34%	4,26%	-	-	-
EBITDA	6 700	14 400	84 600	14 800	43 800	171 200	57 354
Omsättning	824 500	853 000	916 000	779 700	865 900	749 500	589 750
EBITDA/Omsättning	0,0081	0,0169	0,0924	0,0190	0,0506	0,2284	0,0973
GW/EK	0,0094	0,0078	0,0066	0,0073	0,0066	0,0485	-



<b>BillerudKorsnäs (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	8 822 000	2 541 000	2 466 000	2 657 000	3 858 000	3 275 000	3 234 000
Finansiella kostnader (MSEK)	111 000	135 000	181 000	118 000	82 000	67 000	100 000
Goodwill	2 042 000	31 000	30 000	30 000	-	-	-
Eget kapital	9 492 000	4 871 000	4 637 000	3 995 000	2 638 000	2 898 000	2 678 000
Diskonteringsränta	10%	10%	10%	10%	10%	12%	11%
Beta	1	1,1	1	0,9	0,9	0,7	0,6
CAPM	7,39%	7,54%	7,48%	8,11%	8,31%	7,18%	6,40%
Rd	1,26%	5,31%	7,34%	4,44%	2,13%	2,05%	3,09%
WACC	4,44%	6,78%	7,43%	6,64%	4,64%	4,45%	4,59%
EBITDA	1 198 000	1 592 000	1 647 000	861 000	796 000	1 063 000	1 018 000
Omsättning	10 456 000	9 361 000	8 913 000	7 792 000	7 807 000	7 770 000	7 384 000
EBITDA/Omsättning	0,1146	0,1701	0,1848	0,1105	0,1020	0,1368	0,1379
GW/EK	0,2151	0,0064	0,0065	0,0075	-	-	-

<b>Boliden (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	9 327 000	9 665 000	4 365 000	6 624 000	6 670 000	4 434 000	4 543 000
Finansiella kostnader	267 000	259 000	319 000	257 000	318 000	311 000	294 000
Goodwill	3 044 000	3 075 000	3 084 000	3 328 000	3 303 000	3 173 000	3 049 000
Eget kapital	22 949 000	21 032 000	18 846 000	16 247 000	16 131 000	12 932 000	16 089 000
Diskonteringsränta	10%	10%	10%	10%	10%	12%	11%
Beta	1,5	1,6	1,5	1,5	1,4	1,2	1,4
CAPM	10,29%	9,79%	9,78%	11,35%	10,76%	9,33%	10,00%
Rd	2,86%	2,68%	7,31%	3,88%	4,77%	7,01%	6,47%
WACC	8,14%	7,55%	9,32%	9,19%	9,01%	8,74%	9,22%
EBITDA	6 201 000	6 674 000	7 445 000	5 185 000	2 425 000	6 805 000	9 831 000
Omsättning	40 081 000	40 436 000	36 817 000	27 749 000	31 134 000	33 328 000	35 400 000
EBITDA/Omsättning	0,1547	0,1651	0,2022	0,1869	0,0779	0,2042	0,2777
GW/EK	0,1326	0,1462	0,1636	0,2048	0,2048	0,2454	0,1895

<b>Hexpol (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	409 000	1 760 000	1 988 000	1 031 000	1 372 000	-	-
Finansiella kostnader	46 000	39 000	29 000	31 000	80 000	-	-
Goodwill	2 604 000	2 211 000	2 198 000	1 228 000	1 266 000	-	-
Eget kapital	3 012 000	2 473 000	1 327 000	1 217 000	1 157 000	-	-
Diskonteringsränta	12,10%	11,50%	11,50%	11%	8,90%	-	-
Beta	0,9	1,1	-	-	-	-	-
CAPM	6,81%	7,54%	-	-	-	-	-
Rd	11,25%	2,22%	1,46%	3,01%	5,83%	-	-
WACC	7,34%	5,33%	-	-	-	-	-
EBITDA	1 221 000	1 045 000	484 000	247 000	403 000	-	-
Omsättning	8 010 000	7 199 000	3 801 000	2 608 000	3 202 000	-	-
EBITDA/Omsättning	0,1524	0,1452	0,1273	0,0947	0,1259	-	-
GW/EK	0,8645	0,8941	1,6564	1,0090	1,0942	-	-

<b>Outokumpu (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	32 175 570	20 186 520	22 581 000	18 029 700	19 674 000	14 299 700	17 891 850
Finansiella kostnader	921 270	1 341 000	738 000	455 400	1 071 140	823 890	850 700
Goodwill	4 132 800	4 291 200	4 320 000	4 968 000	5 246 400	4 545 600	4 344 000
Eget kapital	2 459 000	1 719 000	1 849 000	2 894 000	3 931 000	5 667 000	5 359 000
Diskonteringsränta	11,40%	8,40%	8,40%	9,00%	9,00%	9,00%	8,00%
Beta	1,4	1,2	1,1	1	0,7	0,4	0,3
Valutakurs, EUR	8,61	8,94	9	10,35	10,93	9,47	9,05
CAPM	9,71%	7,99%	7,94%	8,65%	7,33%	5,89%	5,05%
Rd	2,86%	6,64%	3,27%	2,53%	5,44%	5,76%	4,75%
WACC	3,35%	6,75%	3,62%	3,37%	5,76%	5,80%	4,82%
EBITDA	3 745 350	3 048 540	2 340 000	6 758 550	2 295 300	7 509 710	9 529 650
Omsättning	39 072 180	44 780 460	38 061 000	27 334 350	60 475 690	65 466 110	55 693 700
EBITDA/Omsättning	0,0959	0,0681	0,0615	0,2473	0,0380	0,1147	0,1711
GW/EK	1,6807	2,4963	2,3364	1,7167	1,3346	0,8021	0,8106

<b>Profilgruppen (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	87 000	130 000	69 000	135 800	81 900	94 400	129 600
Finansiella kostnader	7 500	7 400	2 500	3 700	2 400	7 100	9 700
Goodwill	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
S:a eget kapital	182 700	161 400	167 300	142 400	142 300	172 300	148 400
Diskonteringsränta	13,90%	12,90%	16,70%	12,45%	10%	11%	10%
Beta	0,30	0,20	0,60	0,60	0,80	0,50	0,30
CAPM	3,33%	3,49%	5,64%	6,49%	7,82%	6,32%	5,05%
Rd	8,62%	5,69%	3,62%	2,72%	2,93%	7,52%	7,48%
WACC	5,04%	4,47%	5,05%	4,65%	6,03%	6,74%	6,19%
EBITDA	42 500	51 400	60 800	21 700	47 700	94 800	52 900
Omsättning	816 500	894 900	901 700	764 500	1 086 700	1 180 800	1 088 100
EBITDA/Omsättning	0,0521	0,0574	0,0674	0,0284	0,0439	0,0803	0,0486
GW/EK	0,0547	0,0620	0,0598	0,0702	0,0703	0,0580	0,0674

<b>SSAB (Tkr)</b>	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Långfristiga skulder	22 849 000	22 538 000	16 786 000	14 878 000	18 317 000	48 429 000	2 175 000
Finansiella kostnader	658 000	549 000	432 000	519 000	966 000	1 911 000	98 000
Goodwill	17 882 000	18 911 000	18 643 000	19 701 000	21 105 000	30 203 000	-
Eget kapital	28 769 000	30 768 000	29 885 000	30 841 000	34 994 000	28 916 000	15 335 000
Diskonteringsränta	11%	11,30%	11%	11,70%	12,30%	-	-
Beta	1,7	1,6	1,2	1,2	1,2	1	0,6
CAPM	11,45%	9,79%	8,40%	9,73%	9,78%	8,47%	6,40%
Rd	2,88%	2,44%	2,57%	3,49%	5,27%	3,95%	4,51%
WACC	7,66%	6,68%	6,31%	7,70%	8,23%	5,64%	6,17%
EBITDA	2 490 000	4 813 000	3 478 000	907 000	11 927 000	9 954 000	7 017 000
Omsättning	39 404 000	45 581 000	40 332 000	30 813 000	55 727 000	48 234 000	31 672 000
EBITDA/Omsättning	0,0632	0,1056	0,0862	0,0294	0,2140	0,2064	0,2216
GW/EK	0,6216	0,6146	0,6238	0,6388	0,6031	1,0445	-

Stora Enso (Tkr)	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Räntebärande skulder	42 189 000	36 654 000	33 300 000	32 085 000	39 238 700	41 668 000	34 390 000
Finansiella kostnader	2 884 350	3 406 140	1 737 000	5 050 800	5 727 320	2 897 820	3 040 800
Goodwill	1 945 860	2 011 500	1 926 000	2 152 800	2 273 440	4 763 410	8 208 350
Eget kapital	50 592 360	53 282 400	56 292 300	53 644 050	61 765 430	71 479 560	71 522 150
Diskonteringsränta	8,10%	8,50%	8,30%	9,90%	9,20%	9,10%	9%
Beta	1,1	1,1	1	1	0,6	0,6	0,6
Valutakurs EUR	8,61	8,94	9	10,35	10,93	9,47	9,05
CAPM	7,97%	7,54%	7,48%	8,65%	6,84%	6,75%	6,40%
Rd	6,84%	9,29%	5,22%	15,74%	14,60%	6,95%	8,84%
WACC	7,46%	8,25%	6,64%	11,30%	9,85%	6,82%	7,19%
EBITDA	10 509 366	11 907 186	11 781 000	18 216 000	23 488 570	17 131 230	16 253 800
Omsättning	93 115 428	98 026 206	92 664 000	92 580 750	120 536 040	126 647 992	117 262 660
EBITDA/Omsättning	0,1129	0,1215	0,1271	0,1968	0,1949	0,1353	0,1386
GW/EK	0,0385	0,0378	0,0342	0,0401	0,0368	0,0666	0,1148

## 9.4 Telefonintervju med Magnus Teeling, CFO Björn Borg

2014-01-03

Utdrag från telefonintervjun med Magnus Teeling som genomfördes den 3:e januari 2014.

1. Vilka variabler ingår i bedömningen när diskonteringsräntan bestäms?

**Magnus Teeling:** På Björn Borg använder vi oss utav WACC:en för att räkna fram diskonteringsräntan. Vidare tar vi i beaktande ett antal osäkerhetsvariabler som är småbolagspremie, illikviditetsrabatt, företagspecifik risk och premie för främmande kapital. När det gäller Beta har vi använt oss av ett tal på 1,0.

2. Har lönsamhet någon påverkan på er diskonteringsränta?

**Magnus Teeling:** Rent teoretiskt ska det ju lönsamhet inte ha någon påverkan på diskonteringsräntan, men det ger oss en möjlighet att ha högre diskonteringsränta än vad som egentligen krävs. Det ser ju alltid bra ut att ha en hög diskonteringsränta.

## 9.5 Telefonintervju med Ola Svensson, SCA

2014-01-03

Utdrag från telefonintervjun med Ola Svensson som genomfördes den 3:e januari 2014.

1. Vilka variabler ingår i bedömningen när diskonteringsräntan bestäms?

\* Har ni vid beräkning tagit i beaktande andra variabler såsom riskfaktorer?

**Ola Svensson:** *De variabler som vi tar i beaktande är avkastningskravet på eget kapital, SCA:s lånekostnad efter skatt och slutligen vägs dessa ihop, utifrån vårt marknadsvärde på eget kapital samt vår målsättning för skuldsättningsgraden, till en WACC. Den upplevda risken i att investera i SCA kommer in i WACC-beräkningen via avkastningskravet på eget och lånat kapital.*

2. Har lönsamhet någon påverkan på er diskonteringsränta?

**Ola Svensson:** *Lönsamheten påverkar inte vår diskonteringsränta.*