



MÄLARDALENS HÖGSKOLA

Institutionen för Ekonomi och Informatik
C-uppsats i Företagsekonomi, 10 poäng
Handledare Mona Andersson

Västerås 2009-06-11

Bolagsvärdering enligt Valuebased Management

- tillämpning på SkiStar

Författare: Anders Johansson 740520-6934
Johan Myhr 740605-6957

Summary

- Level:** Thesis in Business Administration
Date: 20009-06-11
- Authors:** Anders Johansson
Vasagatan 15
722 12 Västerås
Tel: 0736-73 50 55
E-mail: anders@clubsilk.nu
- Johan Myhr
Djäknebergsgatan 11a
724 61 Västerås
Tel:0707-88 38 98
E-mail: johan@clubsilk.nu
- Tutor:** Mona Andersson
- Title:** Company valuation according to Value Based Management – application to SkiStar
- Problem:** Different operators constantly supervise Companies listed at the stockmarket. The stock exchange market is continuously updating the companies' present value and their forecasted value. It is important that the companies are able to communicate with the market so that the stockvalue reflects the real value of the company. A misguiding or wrong stockvalue could lead to bad strategy decisions and misplaced investments. The Value Based Management theory is seeking to focus on valuation based on the free cashflow generated by a company. A correct company value leads to increased opportunities as to making right strategic decisions about how to dispose available assets in such a way that the shareholder value is maximized and the company longterm survival is secured.
- Purpose:** The purpose of the thesis is to describe the basic principals of company valuation according to Value Based Management and to illustrate this empirically. We also discuss how the company's management can use the calculated company value.
- Method:** The thesis is written from a positivistic point of view. The method from which specific information has been gathered is characterized by both a qualitative and quantitative approach, such as intervjuer, literature compilation and collecting specific company facts. The information that has been compiled constitutes the foundation from which the thesis is written.
- Results:** We believe that if company management have access to a calculated company value to compare with the stockvalue, they have greater possibilities of making right decisions in terms of guarding shareholdervalue interests. Our calculation points to the fact that the stock is undervalued. This presents management with different options regarding strategic decisions such as repurchasing own stocks, dividends and alternative investments. When executing a company valuation largely based on forecasts you need to be aware of the insecurity involved. It is therefore of great importance that the forecasts are continuously revised and updated.

Sammanfattning

Kurs: C-uppsats, företagsekonomi 10 poäng, Mälardalens Högskola
Datum: 2009-06-11
Författare: Anders Johansson Johan Myhr
Vasagatan 15 Djäknebergsgatan 11a
722 12 Västerås 724 61 Västerås
Tel:0736-73 50 55 Tel:0707-88 38 98
E-mail: anders@clubsilk.nu E-mail: johan@clubsilk.nu

Handledare: Mona Andersson

Titel: Bolagsvärdering enligt Value Based Management – tillämpning på SkiStar

Problem: Börsnoterade företag har outhärligen marknads granskande aktörer i anslutning till sin verksamhet. Marknaden gör kontinuerligt bedömningar av bolagets nuvarande värde och dess framtida potentiella värde. Det är av vikt att bolaget kan kommunicera med marknaden så att aktien återspeglar värdet på bolaget. Ett missvisande eller felaktigt pris på en aktie kan leda till felaktiga strategival och felinvesteringar. Teorierna enligt ValueBased Management försöker styra fokus till de faktiskt tillgängliga kassaflöden som utgör grunden för ett bolags värde. En rättvisande värdering av ett bolag leder till ökade möjligheter till att fatta bra strategiska beslut om hur tillgängliga medel ska användas för att maximera aktieägarvärdet och därmed säkra den långsiktiga överlevnaden.

Syfte: Syftet är att beskriva de grundläggande principerna för företagsvärdering enligt Value Based Management samt att illustrera det med ett empiriskt exempel. Vi diskuterar även hur detta värde kan användas internt av företagsledningen.

Metod: Uppsatsen är huvudsakligen skriven utifrån ett positivistiskt synsätt. Undersökningsmetoden karaktäriseras av både en kvalitativ och kvantitativ ansats i form av intervjuer, litteratursökning och företagsspecifika ekonomidata som sammanställts och legat till grund för uppsatsen.

Resultat: Vi anser att om bolagsledningen har ett beräknat företagsvärde att ställa mot det börsnoterade värdet, så har de större möjligheter att fatta rätt beslut om hur de på bästa sätt ska tillgodose aktieägarintresset. I våra empiriska exempel kommer vi fram till att aktien är undervärderad. Detta ger företagsledningen vägledning när strategiska beslut rörande återköp av aktier, aktieutdelning samt nyinvesteringar ska fattas. Att utifrån prognoser göra en värdering av ett företag medför uppenbarligen en osäkerhet vilket vi anser bör belysas i samband med värdering enligt VBM då detta utgör en central del av förfarandet. Det är därför viktigt att värderingsunderlaget kontinuerligt uppdateras och följs upp.

1	Inledning	5
1.1	Val av ämne	5
1.2	Problemformulering	6
1.3	Syfte	6
1.4	Avgränsning	6
1.5	Målgrupp	6
2	Metod	7
2.1	Vetenskapligt synsätt	7
2.2	Tillvägagångssätt	7
2.5	Validitet och reliabilitet	8
2.6	Källkritik	9
3	Teoretisk referensram	10
3.1	Behov av VBM	10
3.2	Aktieägarperspektiv som värdegrund	11
3.3	Företagsvärderingens strukturering och användningsområden	13
3.4	Fritt cashflow	15
3.5	Kalkylränta	17
3.6	Företagsvärde	18
3.7	Företagsvärdet som beslutsunderlag	21
3.7.1	Ökat företagsvärde genom investeringar	22
3.7.2	Återköp i stället för utdelning	23
4	SkiStar	24
4.1	Organisation	25
4.2	Skalfördelar	26
4.3	Strategi och verksamhetsrisker	26
4.3.1	Finansiella mål	27
4.4	Marknadsöversikt	28
4.4.1	Internationell struktur	28
4.4.2	Tillväxt	28
4.4.3	Konkurrens	29
4.4.4	Känslighetsanalys	29
5	Företagsvärdering av SkiStar enligt VBM	30
6	Avslutande slutsatser och diskussion	35

1 Inledning

I samband med tidigare studier och driften av vårt eget bolag¹ uppstod en diskussion om hur en bolagsvärdering genomförs. När vi såg oss om efter möjligheter att ta över en befintlig verksamhet ställdes frågan på sin spets. Vi hade ett praktiskt behov av att kunna genomföra en företagsvärdering för att inte fatta ett felaktigt beslut vid ett eventuellt arrende eller köp. Då vi samtidigt skulle börja skriva vår c-uppsats, infann sig frågan om vi kunde skriva om något vi skulle ha nytta av. Kärnfrågan för oss var vad som egentligen utgör värdet i ett bolag. När vi läste in oss på ämnet och diskuterat frågan kom vi fram till att fokus vid en bolagsvärdering rimligtvis borde ligga på företagets förmåga att tjäna pengar. Vi hade vid ett flertal tillfällen hört olika ekonomidebattörer påtala att förväntningarna och prognoserna för ett visst bolag hade skrivits ner. Detta resulterade ofta i en kraftigt sänkt aktiekurs, vilket fick oss att vilja fördjupa oss i frågan: Vilket samband finns det mellan företagets värde och förväntningar på företaget, och vilka kan ha ett intresse av att veta ett värde på ett företag? Vi visste redan att det är intressant för en aktiehandlare att kunna uppskatta värdet på en aktie men vilka andra kan ha nytta av att kunna värdera ett företag.

Efter att ha diskuterat frågan med ekonomichef Patrik Jonsson på ABB Motors i samband med ett sommararbete, kom vi för första gången i kontakt med en teori kallad Value Based Management. I samtalen med honom framkom att denna managementteori var på väg att implementeras i ABB. Avsikten med detta var att förstärka aktieägarperspektivet. Jonsson ansåg det vara intressant att ta fram en modell på hur denna teori skulle kunna implementeras på ledningsnivå.

Vi kom fram till att ett bra angreppssätt skulle vara att försöka fördjupa oss i värdering av börsnoterade företag då informationen om dessa var lättast att få tillgång till. Vi kontaktade SkiStar AB som är noterat på o-listan och föreslog ett samarbete. Under ett möte med koncern ekonomichef Magnus Sjöholm diskuterade vi hur de skulle kunna ha nytta av en företagsvärdering. Vi berörde frågan om huruvida aktiekursen på SkiStar återspeglade värdet som ledningen uppfattade att företaget hade. Vidare diskuterade vi hur en skillnad mellan börskursen och den kurs ledningen ansåg var korrekt skulle tolkas. Vi bestämde oss då för att skriva uppsatsen ur ett företagsledningsperspektiv.

1.1 Bakgrund

Värdering av börsnoterade företag kan utföras med hjälp av ett antal olika nyckeltal såsom P/e tal och vinst/aktie. Dessa beskriver företagets nuvarande situation och förväntningar på framtida resultat. Värdering av företag kan ske ur olika intressenters perspektiv, t ex anställda, ledning, ägare, kunder och leverantörer. Utöver detta kan ett företag även betraktas i ett bredare samhällsperspektiv där olika intressen vävs samman. Vi har som ovan nämnts intresserat oss för en managementteori benämnd Value Based Management, VBM. VBM tillämpas främst ur ett ägarperspektiv där företagets förmåga att skapa monetärt värde för ägaren står i fokus. Målet med VBM är att ge ledningen verktyg för kontroll av att verksamheten tillgodoser ägarnas avkastningskrav.

Denna teori är ett mätredskap som syftar till att beräkna ett företags värde utifrån prognoser. VBM fokuserar till en hög grad på ett företags in- och utbetalningar knutna till den operativa verksamheten. Utifrån dessa prognostiserade betalningsströmmar kan företagsvärdet

¹ Med detta avses författarnas bemanningsbolag Rozzo Event.

beräknas. Vi har i denna uppsats tillämpat företagsvärdering enligt VBM på det börsnoterade företaget SkiStar AB.

Börsnoterade företag har oupphörligen marknads granskande blickar på verksamheten. Marknaden gör kontinuerligt bedömningar av bolagets nuvarande värde och dess framtida potentiella värde. Det är av vikt att bolaget kan kommunicera med marknaden så att aktien återspeglar värdet på bolaget. Ett missvisande eller felaktigt pris på en aktie kan medföra att företagsledningen gör felaktiga strategival och felinvesteringar som inte ökar aktieägarvärdet. Det är därför viktigt att ledningen internt kan ta fram ett värde på företaget för att kunna sätta det i relation till aktiemarknadens bedömning. Om den interna värderingen inte överensstämmer med aktiemarknadens, kan det indikera att ledningen bör vidta åtgärder.

1.2 Problemformulering

Vad innebär en företagsvärdering enligt VBM?

Hur kan företagsledningen använda VBM som kontrollverktyg och beslutsunderlag?

1.3 Syfte

Syftet är att beskriva de grundläggande principerna för företagsvärdering enligt Value Based Management samt att illustrera det med ett empiriskt exempel. Vi diskuterar även hur detta värde internt kan användas av företagsledningen.

1.4 Avgränsning

Företagsvärderingen genomförs i ett övergripande perspektiv vilket innebär att separata delar av SkiStars verksamheter inte kommer att detaljgranskas.

De prognoser som används vid värdering av bolag bör sträcka sig fem till tio år in i framtiden. I uppsatsen använder vi en treårig prognos. Detta då vi endast är intresserade av att illustrera de grundläggande principerna för bolagsvärdering enligt VBM. Vi har inte för avsikt att fastställa ett exakt värde på företaget SkiStar utan endast visa ett beräkningsförfarande och hur resultaten kan ställas i relation till börsvärdet. Vi räknar dock ut ett värde för att kunna visa hela värderingsförfarandet.

1.5 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig till koncernledningen på SkiStar.

2. Metod

Detta kapitel behandlar den vetenskapliga ansats och metod som tillämpats i författandet av denna uppsats.

2.1 Vetenskapligt synsätt

Vid författandet av uppsatsen har vi ansett det viktigt att klargöra det vetenskapliga synsätt i vilken uppsatsen har sin grund. Detta då valet av synsätt i allra högsta grad påverkar uppsatsens metodologiska utformning och därmed dess utfall. Vår uppsats har utgått från existerande teorier och utifrån dessa har vi dragit slutsatser. Vi har inte eftersträvat att utforma nya teorier eller hypoteser. Uppsatsen har därmed ett deduktivt synsätt.

Positivismen grundar sig på formell logik och fakta som insamlats genom empiriska mätningar². I denna uppsats ägnar vi oss inte åt spekulationer som inte har empirisk eller teoretisk förankring, vi ska istället endast förhålla oss till fakta från vilka slutsatser dras. Positivismen eftersträvar objektivitet vid iakttagelserna och modellprövningen av ett händelseförlopp. Vi har i denna uppsats försökt att beskriva en tillämpning av en värderingsteori utifrån ett betraktarperspektiv, d v s våra iakttagelser påverkar inte det studerade objektet. Vi har under arbetets gång strävat efter vara objektiva i tillämpningen av teorin och anser att vi arbetat nära det positivistiska synsättet.

Det hermeneutiska synsättet gör forskaren i högre grad medveten om sina preferenser och förförståelse ur vilka tolkningar och slutsatser grundas vid problemgranskningen. Forskningen bygger här på subjektiva värderingar³. Vi har i denna uppsats inte försökt att tolka ett beteende utan ser efter vilka alternativ som kan härledas från sammanställda ekonomiska data.

2.2 Tillvägagångssätt

Vi började med att samla in sekundärdata. Information och ämnesspecifika fakta har inhämtats genom litteratursökning på Mälardalens högskolebibliotek och Västerås stadsbibliotek. Informationssökning på Internet har använts för att orientera oss i litteratur och artikelutbud som behandlar VBM. De sökord vi använde oss av var "value based management", "cashflow", "bolags/företagsvärdering", "accounting" och "management". Vi har även använt oss av internt framtaget informationsmaterial från ABB som behandlar ämnet VBM. Vårt metodiska angreppssätt hade en kvalitativ prägel. Ett delsyfte med datainsamlingen var att samla in data som gick att granska, t ex prognoser. Information om SkiStar AB har främst hämtats från SkiStars årsredovisning 2001 och Swedbank Markets⁵ företagsprognoser. Den prognos som vi applicerar beräkningssättet på kommer från Swedbank AB. Vi hade önskemål att ta del av SkiStars internt framtagna femårsprognos. Då den var sekretessbelagd blev vi hänvisade att använda oss av Swedbanks prognos.

² Lundahl & Skärvad, 1999.

³ Ibid

⁴ Ibid

⁵ Swedbank Markets, 2001.

Primärdatan samlades in vid intervjuer och uppföljningssamtal. För att få en djupare förståelse av bolagsvärdering enligt VBM har vi intervjuat koncerncontroller Stefan Johansson som tidigare jobbade med implementerade teorier knutna till Value Based Management på ABB:s huvudkontor i Zürich. Stefan Johansson har fungerat som rådgivare och sakkunnig inom VBM. Då vi har en personlig relation till Stefan Johansson har vi haft fortlöpande samtal med honom under hela uppsatsskrivandet. Initialt förde vi samtal med Patrik Jonsson, ekonomichef ABB Motors, om VBM och dess tillämpningsområde. Kompletterande och förklarande uppgifter om SkiStar har hämtats från intervjuer med koncernekonomichef Magnus Sjöholm. Intervjuerna med Sjöholm har skett genom ett möte och uppföljningstelefonat⁶.

Under arbetets gång har vi ägnat kraft och tid på att få en djupgående förståelse för den teori vi utgår ifrån. Vi bestämde att uppsatsen skulle skrivas ut ett ledningsperspektiv men vi hade inte någon given struktur för hur ett upplägg skulle kunna se ut. Utifrån SkiStars situation har vi skapat en sådan arbetsstruktur, den återfinns i avsnitt 3. Syftet med denna struktur är att underlätta för läsaren att förstå hur bolagsvärderingen kan användas i ett ledningsperspektiv. Vi diskuterar framförallt hur ett beräknat företagsvärde kan användas som beslutsunderlag vid återköp av egna aktier eller nyinvesteringar. Vid intervjuer med SkiStars koncernekonomichef Magnus Sjöholm är det dessa två områden som är aktuella för företaget.

2.3 Validitet och reliabilitet

Validitet innebär en undersöknings förmåga att mäta den egenskap som avses mätas. För att uppnå säkerhet i att mätresultaten är korrekta och i sammanhanget relevanta måste forskarna besitta nödvändig ämneskunskap och kunna använda tillförlitliga metoder och mätinstrument. Vi anser att validiteten stärks av att vi arbetat med information som varit aktuell och relevant för problemområdet.⁷

Med reliabilitet avses att ett mätinstrument ska ge tillförlitliga och stabila utslag. Reliabiliteten anses vara hög om ett experiment eller en undersökning framgångsrikt går att upprepa med samma utgång. Undersökningen ska därför ge tillförlitliga utslag så att olika av varandra oberoende mätningar av ett bestämt fenomen ger samma eller liknande resultat.⁸

Reliabiliteten på intervjuerna kan några fall anses vara känslig då data från intervjurespondenten grundar sig på individens uppfattning om Value Based Management och inställning till bl. a investering och avkastningsfrågor. Intervjuunderlaget kunde ha haft en strikt frågemall för att lättare kunna upprepas. Vi ville dock undvika låsningar i datainsamlingen från företaget och valde därför att ge respondenten utrymme att fritt tala om frågeställningarna. Reliabiliteten kan här säga påverkas av två faktorer. Dels är informationen respondentkänslig då olika personer på samma post kan ha olika uppfattning i denna frågeställning. Dels kan den vara tidskänslig då samma respondent efter nya erfarenheter kan ändra uppfattning om ämnen inom ramen för intervjuunderlaget. Vi har intervjuat tre personer till uppsatsen. Dessa är Patrik Jonsson, ekonomichef ABB Motors, Stefan Johansson, controller ABB Zürich och Magnus Sjöholm, koncernekonomichef SkiStar AB. De två förstnämnda har bidragit till att klargöra fundamentala frågeställningar om Value Based Management medan Sjöholm hjälpt oss med företagsspecifik information om SkiStar

⁶ Stockholm, 2001-11-20

⁷ Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1997.

⁸ Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1997

Utifrån VBM har vi tagit fram ett tillvägagångssätt på hur ett bolagsvärde kan beräknas. Med detta går det att upprepa beräkningen av bolagsvärdet och komma fram till samma resultat. Reliabiliteten i själva beräkningsmetoden är därför att betrakta som hög. Vid utformandet av en prognos sjunker dock reliabiliteten då den till stor del baseras på antaganden. Sammanfattningsvis kan vi säga att vi tillämpar en beräkningsmetod med hög reliabilitet på ett delvis osäkert underlag. För att öka säkerheten bör därför företagsvärderingen utföras med jämna mellanrum och grundas på ett aktuellt underlag⁹.

2.4 Källkritik

Vid en kritisk granskning av de primär- och sekundärkällor som legat till grund för arbetet är det bra att använda sig av källkritiska kriterier. De tre viktigaste av dessa är enligt Eriksson & Wiedersheim-Paul; samtidskrav, tendenskritik och beroendekritik.¹⁰

VBM finns beskrivet i en mängd litteratur. Kännetecknade för samtliga är att de är utformade och utvecklade relativt nyligen, de flesta böckerna är författade från nittioalet och framåt. Dessa teorier har fått ett allt starkare fäste och intresse från näringslivet vilket resulterat i att det dykt upp ett flertal konsultfirmor specialiserade på området. Insamlade fakta härrör alltså från aktuella källor och uppfyller därmed samtidskravet.

Kriteriet tendenskritik avser att uppmärksamma vad respondenten har för eget intresse av att lämna uppgifterna. Vi har för att minska detta potentiella problem använt oss av flera olika källor som behandlar samma problematik. Respondenterna som vi hänför till primärdatainsamlingen har uppfattats som objektiva och öppna i samtalen om VBM.

Den beskrivna värderingsmetoden följer matematiska och logiska resonemang. Det finns därför ingen anledning att kritisera de beräkningar som genomförs inom ramarna för VBM. Den stora osäkerheten vid framtagandet av ett bolagsvärde är osäkerheten i den prognos på vilken beräkningen baseras. Det är därför viktigt att prognosen kontinuerligt uppdateras. Bolagsvärderingen grundas alltså på kvalificerade uppskattningar.

Vi vill uppmärksamma läsaren om att vår uträkning inte grundar sig på full information om SkiStar. Vi har därför gjort egna uppskattningar då vi inte haft tillgång till alla uppgifter. Dessa två faktorer påverkar naturligtvis reliabiliteten på det framtagna värdet.

⁹ Rappaport, 1998.

¹⁰ Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1997.

3 Teoretisk referensram

Vi kommer i detta avsnitt att beskriva varför behovet av företagsvärdering enligt VBM har uppstått. Vidare belyser vi aktieägarperspektivets centrala roll i teorin. Därefter beskrivs hur en bolagsvärdering genomförs enligt VBM och vilka beståndsdelar som ingår i denna.

3.1 Behov av VBM

Det har uppstått ett behov av nya arbetsmetoder och teorier för värdering av företag och investeringar. Detta då brister i traditionella värderingsmetoder, medvetet eller omedvetet, kan dölja information som påverkar företagsvärderingen. Skattetekniska åtgärder, periodiseringar o s v kan ge ett missvisande resultat om vilka verkliga penningströmmar verksamheten genererat. Det är i detta sammanhang VBM-teorin söker fokusera på prognostiserat fritt cashflow¹¹ som kommer att genereras under en bestämd period. Traditionella metoder kommer med de nya metoderna inte att försvinna utan används parallellt för att komplettera och stärka trovärdigheten i värderingar och prognoser. Det är dock viktigt i sammanhanget att vara medveten om de begränsningar varje metod eller nyckeltal innehar vid användandet av desamma. Vi ska här kort diskutera några av de brister som skapat ett behov och en grogrund till nya tillvägagångssätt för företagsvärdering.

Värdering utifrån balansräkningen - Det kan vara lockande att använda ett bolags balansräkning som utgångspunkt vid en bolagsvärdering. Om bolagets långsiktiga och kortsiktiga skulder tas bort från de totala tillgångarna får vi ett företagsvärde enligt balansräkningen. En balansvärdering visar ett företags värde utifrån balansräkningen för en viss tidpunkt. Den avspeglar således inte ett företags framtida potential. Det som inte kommer med i en sådan värdering är företagets förmåga att generera fritt cashflow, vilket kan medföra en undervärdering¹². Denna värderingsmetod kan dock vara intressant då t ex lager utgör en betydande del av värdet. Det finns utöver detta flera verktyg och nyckeltal som används av tradition. Ett nyckeltal som används flitigt är vinst per aktie.

Vinst per aktie, V/a - Vinst per aktie är ett nyckeltal som visar resultat efter full skatt dividerat med antal aktier. Det finns en stor benägenhet att utgå ifrån vinst per aktie som ett relevant mått på hur väl ett bolag presterar. Med den utgångspunkten är det lätt att dra slutsatsen att ett högt V/a ska avspeglas i aktiekursen. Det finns olika orsaker till att V/a kan vara otillräckligt för att mäta förändringar i bolagets värde. En orsak kan vara att företaget gör förändringar i sitt sätt att redovisa vilket kan ändra bolagets vinst men inte dess fria cashflow. Ett företags val av avskrivningar kan möjliggöra för ledningen att visa upp önskat resultat. Detta förändrar dock inte hur bra den operativa verksamheten har presterat, d v s företagets fria cashflow är fortfarande det samma. Förändringar i redovisningssystemet kan av marknaden uppfattas som en nerskrivning av företagets prognoser. I V/a inkluderas även reavinster vilka gör att den totala vinsten förbättras. Inte heller detta är relevant mått för hur bra företaget går. Cashflowströmmarna påverkas dock inte av reavinsten och bör därför inte heller påverka bolagets värde.¹³

¹¹ Fritt cashflow är förenklat betalningsnetto knutet till kärnverksamheten för ett år efter att bolaget gjort nödvändig investeringar. Se sid. 10 kapitel 3.4.

¹² Pike & Neale, 1996.

¹³ Rappaport, 1998.

P/e-talet, förkortning för engelskans price per earning ratio, är det vanligaste nyckeltalet för värdering av vinster. Detta mått visar en akties värde i förhållande till företagets vinstkapacitet och beräknas enligt följande:

Pris per aktie/ Vinst per aktie = P/e-tal

P/e-talet visar det antal årsvinster som tillsammans utgör det aktuella aktievärdet. Bristen med detta nyckeltal är att det baseras på de senaste vinsterna. En företagsvärdering utifrån P/e tal tar alltså inte hänsyn till framtida prognostiserade vinster.¹⁴

3.2 Aktieägarperspektiv som värdegrund

Vid omstrukturering eller nedläggning av en verksamhet uppkommer ofta en offentlig diskussion om att ett företag måste ta sitt sociala ansvar och uppfylla sina sociala förpliktelser. Detta synsätt placerar företag i ett samhälleligt perspektiv där dess existensberättigande anses vara mycket större än att maximera aktieägarvärdet.

VBM betraktar bolaget från ett renodlat aktieägarperspektiv. Det enda sociala ansvar som ska åligga ett företag är att på ett lagligt sätt maximera aktieägarvärdet. Viktiga sociala frågor som arbetsmarknadspolitik aspekter, utbildning, sjukvård och miljöaspekter bör skötas i en demokratisk anda av valda representanter och lagstiftning.¹⁵

Med detta menas inte att ledningen på ett företag på ett kallt och brutalt sätt ska profitera på sin omvärld. Målet med VBM är att renodla och tydliggöra ett förhållningssätt som hjälper ledning och medarbetare att genomföra värdeskapande aktiviteter samt att avveckla verksamheter som kan betraktas som värdeförstörare. Med värdeförstörare avses de delar av verksamheten som inte genererar den avkastning ägarna ställer på dessa. Det bör även sägas att aktiviteter och förbättringar som har ett klart samhällnyttigt värde, såsom säkrare arbetsplatser och miljöarbete och utbildning ofta har positiva effekter på lönsamhet och aktiekurs.¹⁶

¹⁴ Lewis & Pendrill, 1996

¹⁵ Rappaport, 1998.

¹⁶ Ibid.

När ett bolag värderas ur ett aktieägarperspektiv enligt VBM mäts endast de aktiviteter som skapar monetärt värde för aktieägarna. I kontrast mot detta synsätt står det traditionella samhällsperspektivet på företagande. Detta vida och traditionella perspektiv tar hänsyn till alla bolagets intressenter, allt ifrån aktieägare till stat och anställd. Schemat nedan illustrerar skillnader i de olika synsätten.

Samhällsperspektiv	VBM perspektiv
<ul style="list-style-type: none">- Socialt ansvar väger tungt.- Lätt att avleda aktieägarnas uppmärksamhet från dåliga investeringar.- Konstant skärande av kostnader och minskning av organisationen.	<ul style="list-style-type: none">- Produktivitet och konkurrenskraft kommer att avspeglas i aktiekursen.- Lätt att upptäcka värdeförstörare.- Maximera långsiktigt fritt cashflow.- Fokusera och differentiera.- Sälj eller stäng värdeförstörare och genomför värdeskapande investeringar.

Tabell 1. Samhällsperspektiv– VBM perspektiv.¹⁷ Egen konstruktion.

Samhällsperspektivet försöker att balansera intresset hos företags alla intressenter, såsom stat, anställda, leverantörer, kunder och andra institutioner. Detta synsätt kan leda till att oekonomiska investeringar som ligger utanför kärnverksamheten vinner legitimitet. I ett kort perspektiv kan det bli medföra fler arbetstillfällen på en viss ort samt politiska lovord till ledningen, men i ett längre perspektiv riskerar det att påverka bolagets kommersiella existensberättigande.¹⁸

VBM syftar framförallt till att öka och maximera ett företags framtida fria cashflow. Endast genom att erbjuda konkurrenskraftiga produkter kan ett företags fortlevnad legitimeras och därmed säkra arbetstillfällen och skatter.

¹⁷ ABB:s presentations material VBM 2001.

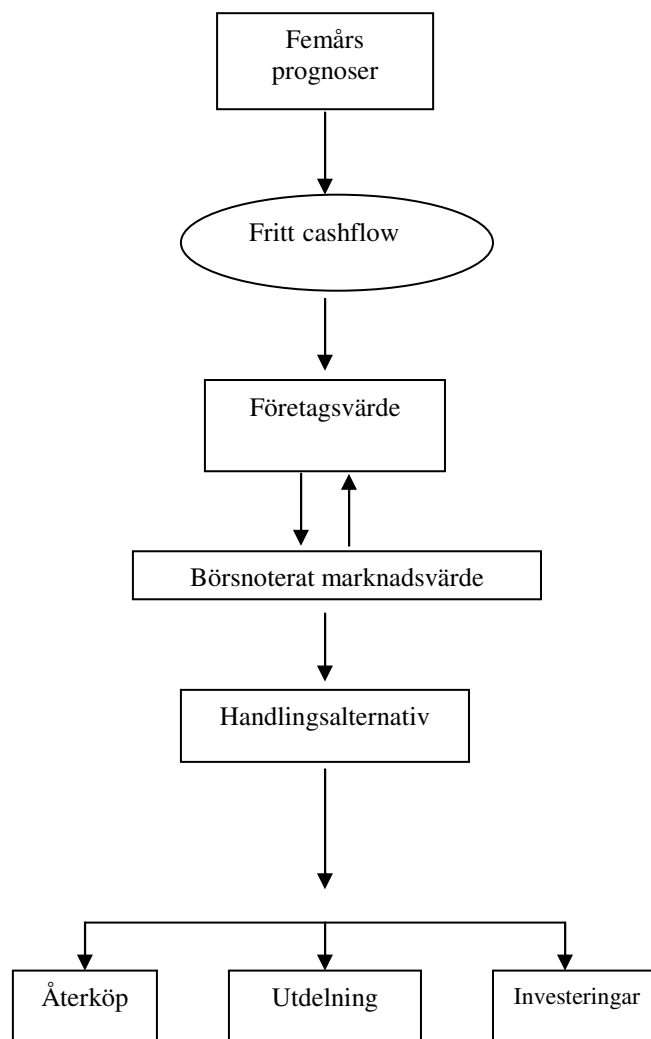
¹⁸ Ibid.

3.3 Företagsvärderingens strukturering och användningsområden

Vi har i litteratur- och teoristudien använt ett övergripande arbetsgång för värdering av ett börsnoterat företag. I figur 1 ger vi en schematisk översikt på arbetsgång för företagsvärdering enligt VBM och hur det framräknade företagsvärdet kan användas av ledningen. En bolagsvärdering som utförs ur ett VBM perspektiv baseras på företagets *prognos* som sträcker sig ca fem år framåt. Om företaget befinner sig i en dynamisk miljö där förutsättningarna ständigt förändras är behovet stort av att med jämna mellanrum uppgradera prognosen. Utifrån denna prognos beräknas varje års genererade *fria cashflow*, varpå dessa diskonteras med kalkylräntan till ett nuvärde. Begreppet fritt cashflow kommer vi att gå in djupare på senare i uppsatsen, se avsnitt 3.4.

Tillvägagångssättet av företagsvärdering enligt VBM som vi illustrerar i detta avsnitt är tänkt att användas av ledningen för ett företag. Det framräknade värdet kan sedan sättas i relation till det *pris företagens aktie har på aktiebörsen*. Om värdena skiljer sig åt tyder det på att den interna värderingen och aktiemarknadens värdering är olika. Orsaker till skillnader i värderingen kan t ex vara bristande kommunikation från företaget om framtida prestationer. Förväntningarna på företagets och branschens utveckling kan skilja sig åt vilket påverkar värderingen på företaget. Om börsvärdet är högre än det internt framtagna värdet kan det tolkas som att aktiemarknaden har högre förväntningar än vad företaget utifrån sin prognos tror sig kunna prestera och vice versa.¹⁹ Skillnaden mellan företagsvärderingen enligt VBM och det noterade börsvärdet ger olika handlingsalternativ för ledningen att ge ägarna värdeökning på aktieinnehavet.

¹⁹ Rappaport, 1998



Figur 1. Strukturschema för företagsvärdering enligt VBM. Källa: Egen konstruktion.

Det finns olika metoder för aktieägare att få avkastning på sitt innehav. Det traditionella sättet är att få avkastning via *utdelning* per aktie. Detta medför dock att den genererade avkastningen dubbelbeskattas. Först beskattas bolagets vinst varpå aktieägaren betalar skatt på utdelningen.

Ett annat sätt att få del av den skapade värdeökningen är om bolaget genomför *investeringar* som ska generera ett större fritt cashflow vilket bör resultera i en högre aktiekurs om ledningen kan kommunicera detta till aktiemarknaden på ett övertygande sätt. Om en bolagsvärdering visar att aktien är undervärderad kan vinstmedel användas till *återköp* av egna aktier. Ett lyckat genomfört återköp får till följd att aktiekursen stiger. Vi återkommer i avsnitt 3.7.2 till återköp av aktier.

3.4 Fritt cashflow

Ett central begrepp i VBM är fritt cashflow, Rappaport uttrycker sig på följande sätt för att markera betydelsen av begreppet:

*”Remember, cash is a fact, profit is an option.”*²⁰

När vi slår upp det i Bonniers ekonomiordbok står det att begreppet översätts till kassaflöde och beräknas på följande sätt:²¹

Resultat före avskrivningar
+/-finansiella intäkter och kostnader
+/-extraordinära intäkter och kostnader
-skatt
= cashflow före förändringar i rörelsekapital

Begreppet *fritt cashflow*, enligt VBM, är förenklat betalningsnetto knutet till kärnverksamheten för ett år efter att bolaget gjort nödvändiga investeringar. Dessa investeringar kan delas upp i bibehållande och expansiva. De bibehållande investeringarna är utbytes- och underhållsinvesteringar som är nödvändiga för att kunna fortsätta bedriva verksamheten som tidigare. De expansiva investeringarna syftar till att öka företagets värde genom att skapa ett större framtida fritt cashflow. Enkelt uttryckt kan vi säga att ett ökat framtida fritt cashflow ökar nuvärdet av företaget. Genom att ställa inbetalningar och utbetalningar som kan hänvisas till den operativa verksamheten får vi fram fritt cashflow. Det är alltså ett mått på hur bra verksamheten går.

Kommande exempel visar hur ett företags fria cashflow räknas ut. Exemplet räknar endast ut ett års fritt cashflow. Marknadsplaceringar, som t ex aktier, räntebärande papper och obligationer samt avkastning från dessa ska inte tas med i bolagets fria cashflow då de inte är del i den operativa verksamheten och därför inte ett mått på hur väl bolaget presterar. Avskrivningar ingår inte i företagets fria cashflow då de inte orsakar någon utbetalning. Detta illustreras i exemplet nedan. Vi tar endast hänsyn till avskrivningarna för att få fram årets vinstskatt. När företagets framtida fria cashflow är framtaget, diskonteras det med kalkylräntan till ett nuvärde. Detta illustreras i efterföljande avsnitt.

²⁰ Rappaport, 1998, s.15

²¹ Bonniers ekonomiordbok, 2000.

Siffrorna i exemplet är fiktiva och syftar till att visa hur ett fritt cashflow beräknas. Vi utgår från årets inbetalningar och inte ifrån intäkter då inbetalningarna utgör de faktiska likvida medel som företaget får tillhanda under året.

<i>Ex. (MSEK)</i>	<i>år 1</i>
Årets inbetalningar	100
Årets utbetalningar	-50
Vinst före bibehållande investeringar	50
Bibehållande investeringar	-10
Vinst före skatt	40
Avskrivningar	-10
Vinstskatt (30 %)	-9
Avskrivningar	10
Vinst före expansionsinvesteringar	31
Expansionsinvesteringar	-5
Forskning och utveckling	-10
Marknadsföring	-5
Fritt cashflow	11

I exemplet ovan blir således årets ackumulerade fria cashflow 11 MSEK. Det kan vara intressant att ställa ett fritt cashflow mot samma års resultat. Vid resultatberäkningen ingår poster som intäkter, kostnader, reavinster och avskrivningar. Utifrån detta beräknas ett resultat som sedan beskattas. Fördelen med att beräkna fria cashflow istället för resultatet är att vi får ett mer exakt mått på hur bra kärnverksamheten fungerar. En resultaträkning kan vara missvisande genom att olika bokslutsdispositioner använts för att minska skattetrycket.

Vid en jämförelse av fritt cashflow mellan två företag som verkar i samma bransch måste hänsyn tas till de bakomliggande faktorer som genererat siffrorna. Eftersom ett bolag här värderas utifrån ett framtida fritt cashflow måste fokus ligga på de långsiktiga prognoserna som sträcker sig fem till tio år fram i tiden. Ett års högt fritt cashflow i jämförelse med konkurrenten kan avspegla en strategi där värdeskapande kostnader som forskning, utveckling eller expansionsinvesteringar kraftigt skurits ner. Detta är i ett långsiktigt perspektiv inte att

föredra då möjligheten till ett starkt framtida fria cashflow minskas som en följd av att konkurrenskraften försvagats.²²

När ett företag växer brukar normalt även dess intäkter och kostnader växa. En ökning av ett års intäkter leder inte automatiskt till ett ökat fritt cashflow. Antag att årets försäljning är tio miljoner kr. Från förra året har vi en miljon kr i kundfodringar och i slutet på nuvarande år kommer vi på ökad försäljning att ha 1.2 miljoner kr i kundfodringar. Fritt cashflow kommer då att bli 9,8 miljoner kr, vilket understiger årets intäkter på tio miljoner kr. Investeringar kommer inte att föras in som kostnader under räkenskapsperioden utan förs in i balansräkningen. Detta leder till att fritt cashflow blir mindre än resultatet under expansiva perioder med nyinvesteringar.²³

3.5 Kalkylränta

Kalkylräntan är av vikt i flera sammanhang bland annat i samband med diskontering och beräkning av restvärde. Kalkylräntan benämns enligt Rappaport som Weighted Average Cost of Capital, WACC. Detta kan översättas till företagets viktade kalkylränta, vilket innefattar kostnaden till företagets aktieägare och långivare. Den kan sägas vara en måttstock som anger minsta krav på investeringar och på verksamheten. Det är viktigt att fastställa en relevant kalkylränta för att på bästa sätt kunna bedöma nyinvesteringar samt lönsamhet. Nivån på kalkylräntan är mycket avgörande i företagsvärderingen. Sätts kalkylräntan högt kommer det diskonterade företagsvärdet att bli mindre. I våra kommande beräkningar använder vi oss av antagna kalkylräntenivåer. En kalkylränta på 10 – 15 % kan sägas vara rimlig för ett börsnoterat bolag i en stabil bransch.²⁴

När en kalkylränta ska beräknas ska den inte beräknas på det nominella värdet på aktien utan på aktiernas marknadsvärde. Om det nominella värdet används som utgångspunkt blir beräkningarna missvisande. Om en investering inte genererar kalkylräntan ökar inte heller aktieägarvärdet vilket innebär att investeringen varit en värdeförstörare.²⁵

För att en investerare ska vara intresserad av att ha ett långsiktigt ägande i ett bolag måste avkastningen vara tilltalande. Avkastningskravet från en investerare kan sägas bestå av två delar, dels en riskfri räntedel som ofta brukar ligga i linje med räntenivåer hos statliga obligationer, dels en riskpremie för osäkerheten kopplad till investeringen. Uträkningar av riskpremien för en speciell aktie utgår ofta från olika typer av branschindex. Dessa index bör beräknas utifrån hur branschen förväntas utvecklas i framtiden istället för att basera beräkningarna på historik. Olika aktier har olika riskfaktor jämfört med andra aktier i samma bransch. En akties individuella riskfaktor mäts med något som kallas betavärde. Betavärdet räknas ut från historiska siffror och är en indikator på hur aktien har svängt när branschindex har förändrats. En aktie med betavärde 1 har historiskt sett följt ett börsindex, en aktie med betavärde större än ett fluktuerar mer än en aktie med betavärde 1.²⁶

²² Scott, 1998

²³ Rappaport, 1998.

²⁴ Intervju, koncerncontroller Stefan Johansson, 2001-11-13.

²⁵ Rappaport, 1998

²⁶ Pike & Neale, 1996.

3.6 Företagsvärde

Det första steget i värderingsprocessen, se figur 1, är att upprätta en rimlig prognos som sträcker sig fem till tio år framåt. I det flesta fall utgör historiska prestationer en användbar utgångspunkt i framtagandet av prognoser. Att bestämma tillförlitliga prognoser underlättas om företaget befinner sig i en intern och extern stabil miljö. Man ska vara försiktig med att ställa för optimistiska prognoser vilket kan inträffa om det finns ett stort behov av att locka till sig nytt investeringskapital till verksamheten. Det kan även vara lockande för ledningen att fastställa en alltför försiktig prognos då det blir lättare att slå den prognostiserade försäljningen och därmed framstå i bättre dager²⁷. Den internt upprättade prognosen bör därför jämföras med prognoser uppställda av externa oberoende aktörer för att öka säkerheten i prognoserna.

Som tidigare nämnts är fritt cashflow centralt i bolagsvärdering. När vi ska beräkna en investerings eller ett företags värde använder vi oss av diskontering. Detta innebär att nuvärdet av framtida fria cashflow beräknas. Diskonteringen görs till en kalkylränta som beskrivs utförligare i nästa kapitel.

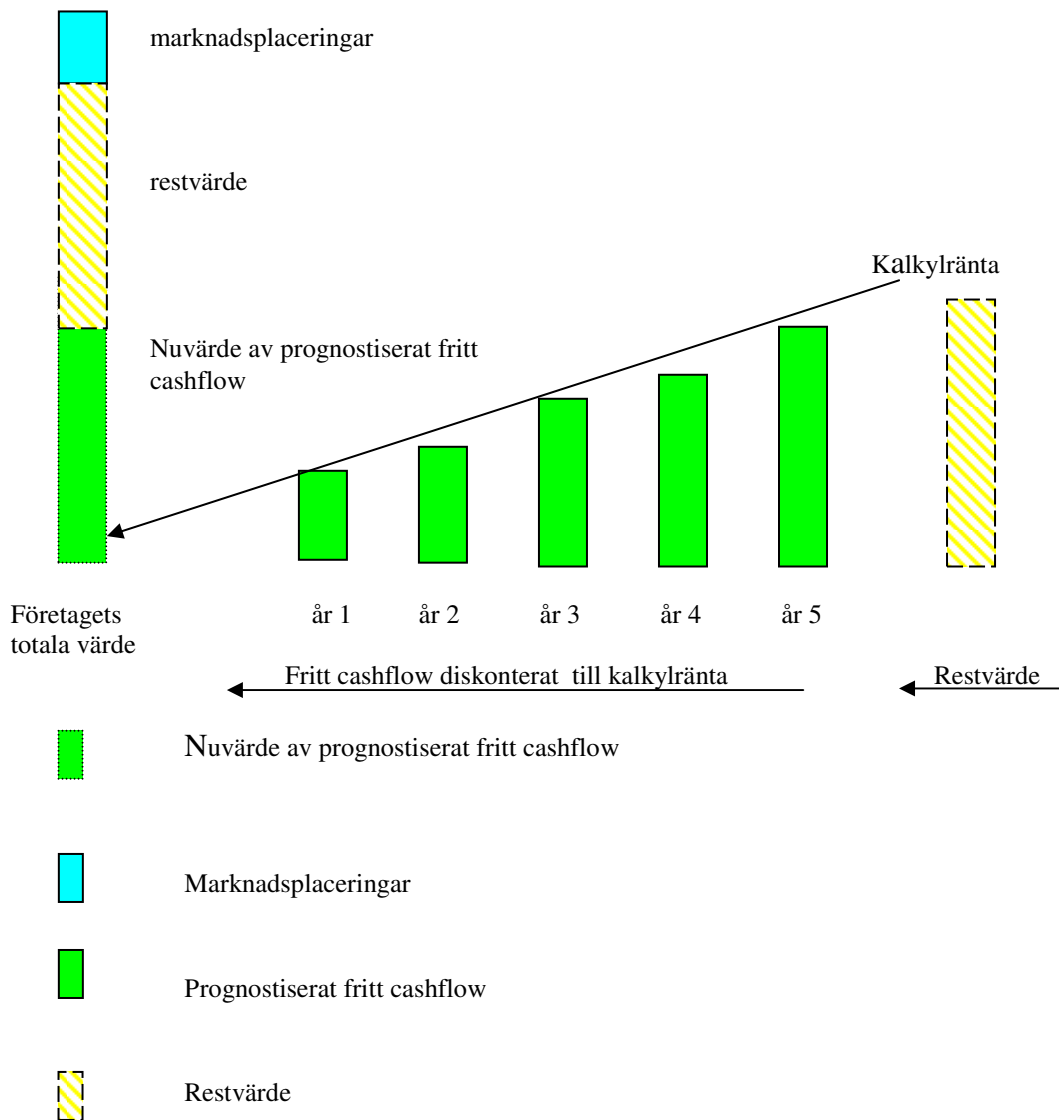
Värdet på ett bolag kan enligt VBM sägas bestå av tre delar. Den första delen är det beräknade värde som kommer att genereras under prognosens löptid. Den andra delen är det uppskattade restvärdet som utgörs av fritt cashflow som sträcker sig efter prognosens löptid. Slutligen adderas marknadsplaceringar, t ex aktier, räntebärande papper eller obligationer. För att uppskatta nuvärdet på ett bolag har Rappaport upprättat följande formel²⁸:

”Företagsvärde = Nuvärde av prognostiserade fritt cashflow + restvärde+ övriga marknadsplaceringar”

²⁷ Copeland & Koller, 1994.

²⁸ Rappaport, 1998.

Vi visar nedan en översiktsfigur, se figur 2, för värderingsförfarandet enligt Rappaport. Den består av diskontering, uppskattning av restvärde och addering av marknadsplaceringarna. I figur 2 utgör den största stapeln företagsvärdet enligt formeln ovan. Staplarna år 1 till 5 är prognostiserat fritt cashflow som diskonteras till kalkylräntan. Slutligen återstår restvärdet och marknadsplaceringar.



Figur 2. Illustration av företagsvärdering enligt VBM. Egen konstruktion

Nuvärde av företagets prognostiserat fritt cashflow - Värdet av framtida fritt cashflow under prognosens löptid. En diskontering kan göras med hjälp av färdiga tabeller eller genomföras matematiskt. För att genomföra en beräkning måste vi till figuren ovan tillföra fiktiva värden:

Exempel:

År 1: 50 MSEK

År 2: 60 MSEK

År 3: 80 MSEK

År 4: 90 MSEK

År 5: 100 MSEK

Kalkylräntan antas vara 10 %

Vid diskontering av prognostiserat fritt cashflow blir nuvärdet enligt exemplet:

$$= \frac{50}{(1,10)^1} + \frac{60}{(1,10)^2} + \frac{80}{(1,10)^3} + \frac{90}{(1,10)^4} + \frac{100}{(1,10)^5} = 278 \text{ MSEK}$$

Restvärde- Det värdet företaget har efter prognosens löptid brukar kallas restvärde. Restvärdet utgör i de flesta fall större delen av ett bolags totala värde. Vid beräkningen av restvärdet finns det inte någon enskild allmängiltig metod, olika metoder är tillämpbara vid olika omständigheter. Ledningens investeringsstrategier har en stor inverkan på restvärdet. Görs det stora nyinvesteringar som syftar till att öka framtida fritt cashflow kommer även restvärdet efter prognosens sista år att öka. Har ledningen en strategi där nyinvesteringar och forskning kraftigt skärs ner kommer fritt cashflow under prognosens löptid att öka samtidigt som restvärdet att minskar.

En metod att uppskatta ett bolags restvärde är oändlighetsmetoden. Den syftar till att diskontera ett restvärde utifrån en uppskattning av ett årligt konstant fritt cashflow efter prognosens löptid. Orsaken till att det bestäms till ett konstant belopp är att det inte går att genomföra en relevant bedömning av cashflow så långt in i framtiden. Om detta årliga fria cashflow i detta exempel bestäms till 100 MSEK beräknas restvärdet enligt följande:

$$\begin{aligned} &= \frac{100}{0,1} - \frac{100}{(1,10)^1} - \frac{100}{(1,10)^2} - \frac{100}{(1,10)^3} - \frac{100}{(1,10)^4} - \frac{100}{(1,10)^5} \\ &= 1000 - 91 - 83 - 75 - 68 - 62 \\ &= 620,9 \text{ MSEK} \end{aligned}$$

För att få ett totalt värde på företaget måste ovan framtagna summor adderas med eventuella marknadsplaceringar. Om vi antar att företagets marknadsplaceringar, t ex räntebärande papper eller aktieinnehav, uppgår till 100 MSEK adderas det till de två ovan framtagna summorna för att få fram ett företagsvärde:²⁹

$$\text{Företagsvärdet} = 278 + 620,9 + 100 = 998,9 \text{ MSEK}$$

Vi har med dessa exempel beskrivit hur ett företagsvärde praktiskt kan beräknas. Om kalkylräntan som i detta fall är 10 procent och beräkningarna utgår från antaget prognostiserat fritt cashflow värderas företaget till 998,9 MSEK. Detta värde kan sedan sättas i relation till den aktuella börskursen.

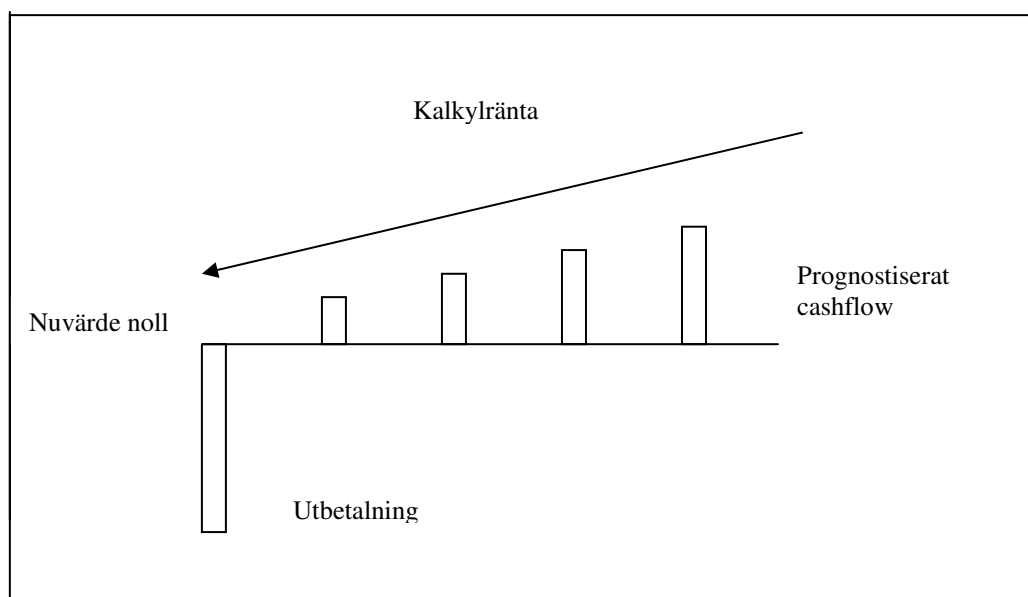
3.7 Företagsvärdet som beslutunderlag

Företagsledningens övergripande målsättning enligt VBM är att bevaka aktieägarintresset samt att genomföra strategier som ökar värdet på företaget. Detta görs framförallt genom att försöka att maximera fritt cashflow från den operativa verksamheten. Det monetära värde som skapas och kan beräknas med cashflowanalyser kommer aktieägarna tillgodo i form av aktieutdelning eller en högre aktiekurs. När ett företag är noterat på en aktiebörs står olika handlingsalternativ till buds för att göra detta. Ett sätt att öka aktiekursen är att ta de medel som genererats och genomföra investeringar som förväntas öka fritt cashflow under de kommande åren. Om de lyckas med detta och kommunikationen till aktiemarknaden fungerar bör det resultera i en kursökning. Ett annat sätt är att höja aktieutdelningen och på så sätt ge aktieägaren en direkt belöning, samtidigt som det sänder ut signaler till aktiemarknaden om att företaget går bra. Ett tredje sätt är att återköpa egna aktier. Med detta avser ledningen att signalera till marknaden att de tror på bolaget och anser det vara intressant att investera i det egna företaget. Det framräknade företagsvärdet kan användas som underlag när ledningen ska besluta vilka av ovan beskrivna strategier som ska väljas för att på bästa sätt bevaka aktieägarnas intresse.

²⁹ Rappaport 1998

3.7.1 Ökat företagsvärde genom investeringar

När ska de medel som genererats användas till investeringar? Företagets värde kan som ovan nämnts öka genom att genomföra investeringar. Investeringar kan delas in i *bibehållande- och expansiva*. Bibehållande investeringar gör så att befintligt fritt cashflow kan bevaras och ökar således inte värdet på företaget. De expansiva investeringarna syftar till att öka fritt cashflow och därmed företagsvärdet. Enligt VBM är en expansiv investering, en investering som bedöms generera ett prognostiserat fritt cashflow som diskonterat med företagets fastställda kalkylränta ger ett nuvärde större än noll. Investeringar som inte lever upp till dessa kriterier och inte är bibehållande ska alltså inte genomföras.



Figur 4. En investerings prognostiserade fria cashflow. Egen konstruktion.

Om en expansiv investering endast genererar kalkylräntan kommer det diskonterade nuvärdet av dess prognostiserade fria cashflow att bli noll, se figur 4, och värdet på företaget kommer därför inte att öka. Då investeringen inte kommer att addera något till det totala diskonterade företagsvärdet i figur 2, är målsättningen att skapa aktieägarvärde inte uppnådd. Investeringen kan ha påverkat verksamheten på olika sätt men en höjning av aktieägarvärdet har inte åstadkommit. Om ledningen på ett företag inte ser att det utifrån dessa kriterier finns intressanta investeringsalternativ bör de överväga möjligheten att disponera vinstmedel på annat sätt.

3.7.2 Återköp istället för utdelning?

Aktieåterköp kan vara ett bra handlingsalternativ om bolaget befinner sig i en situation där det finns medel till förfogande och nyinvesteringar är genomförda eller uteslutna enligt ovan nämnda kriterier. En förutsättning för att återköp ska vara ett alternativ är att företagets aktiekurs bedöms vara undervärderad.³⁰

Återköp av aktier innebär att företaget köper egna aktier på börsen. Återköpet avser sända ut signaler till marknaden att ledningen anser aktien undervärderad och att de tror på företaget. Avsikten är att aktiekursen ska reagera positivt på återköp. Att återköpa en aktie som bedöms ha en högre aktiekurs än vad ledningen finner motiverad förstör endast värde då ett överpris betalas för aktien. En fördel med återköp av aktier är att skatt betalas först då aktiens värdeökning realiserar vid försäljning. Vidare är det dyrare att administrera utdelningar än återköp. Som vi tidigare nämnt är det traditionella sättet att belöna aktieägare utdelning per aktie. När en aktie är undervärderad och ett återköp genomförs flyttas tillgångar från de säljande aktieägarna till de kvarvarande.³¹

En viktig fråga att ställa sig är om det finns alternativa värdeskapande expansionsinvesteringar. Potentialen i dessa får sedan ställas mot den prognostiserade kursökning ett återköp kan generera. Om alla lämpliga investeringsmöjligheter är utforskade och avfärdade kan överskjutande medel som inte behövs för att genomföra bolagets strategi användas till återköp.³²

Vad finns det då för nackdelar med återköp av aktier? En risk som kan uppstå är att företagen riskerar sända ut signaler om att de inte har några nya egna idéer. Stora etablerade bolag bör enligt vissa kritiker vara i stånd att själva hitta investeringsobjekt.³³ En fara med återköp är att det kan försämra aktiens likviditet. Med det menas att aktier som tidigare varit tillgängliga på börsen försvinner vilket tunnar ut handeln.³⁴

Ett beräknat företagsvärde kan användas som beslutunderlag hur vinstmedel ska disponeras. Visar det sig att de investeringar som planeras inte kommer att öka företagets totala värde bör andra alternativ väljas. Bedöms företaget vara undervärderat kan det vara intressant med återköp av aktier för att på så sätt öka aktieägarvärdet. I följande avsnitt tillämpar vi företagsvärderingen på det börsnoterade bolaget Ski Star för att se modellens relevans.

³⁰ Rappaport 1998

³¹ Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen, 1995.

³² Rappaport 1998

³³ Dagens Industri i. 2000-11-02

³⁴ Dagens nyheter 2000-06-07. McLaughlin Kim

4 SkiStar

SkiStar äger och driver fjälldestinationerna Sälen, Åre, och Vemdalen i Sverige samt Hemsedal i Norge. Verksamheten är koncentrerad till alpin skidåkning med gästens upplevelse i centrum. Övriga angränsande verksamheter är också viktiga såsom logiförmedling, skiduthyrning och skidskola. Den centrala intäktskällan är dock försäljningen av liftkort. Det är här Skistar har den högsta marginalen och varje extra liftkort som säljs har en margineffekt på nära 100 procent. SkiStars koncept är att genom en effektiv marknadsföring tidigt på säsongen skapa stora bokningsvolymerna och därmed säkra försäljning inom alla verksamhetsråden.³⁵

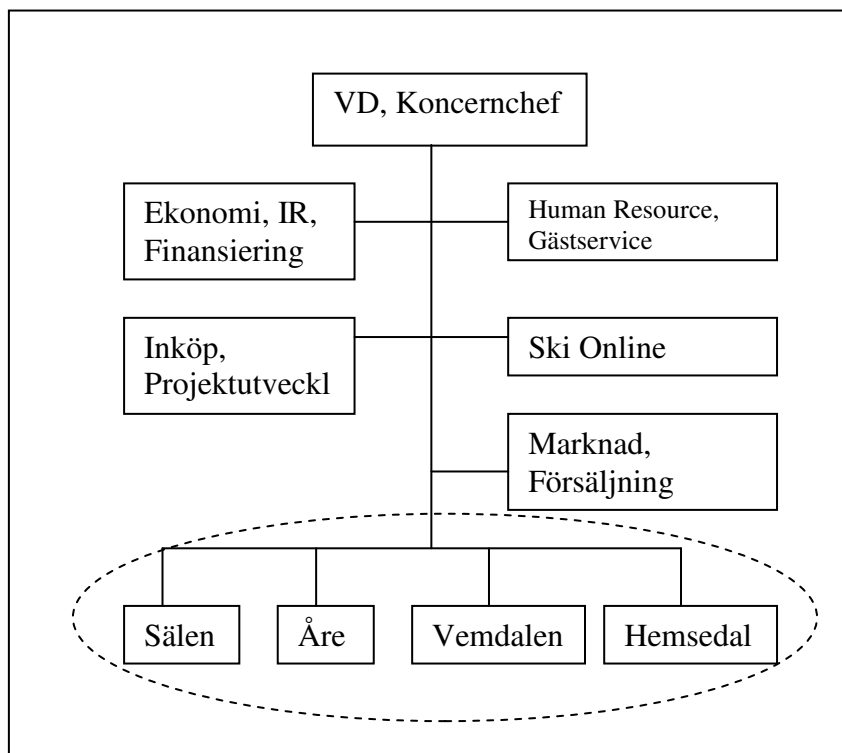
Med den empiriskt baserade informationen vi har samlat in har vi för avsikt att visa den miljö företaget befinner sig i. Miljön innefattar interna och externa faktorer såsom tillväxtpotential, konkurrens och risk m.m. vilket ligger som grund för ledningens utformning av strategier. Dessa olika faktorer utgör även en del av grunden vid framtagandet av prognoser vilka i sin tur är av stor vikt vid bolagsvärdering.

³⁵ SkiStar årsredovisning 2000/01

4.1 Organisation

Organisationsschemat i figur 5 nedan visar hur alpindestinationerna införlivas i organisationen och hur dessa tar del av gemensamma funktioner, vilket markeras i schemat. Denna struktur medför en stordriftsfördel då dessa funktioner tidigare funnits på varje enskild enhet.

Koncernens ledningsgrupp utgörs av tio personer; koncernchefen, koncernekonomichefen, chefen för human resource, chefen för projektutveckling och inköp, VD-assistenten, chefen för Åre, anläggningscheferna för Lindvallen och Tandådalen & Hundfjället i Sälen, anläggningschefen i Vemdalen samt chefen för Hemsedal.



Figur 5. Koncernstruktur. Källa SkiStar.³⁶

I moderbolaget finns det fem övergripande koncernfunktioner. Dessa är följande:

Ekonomi, Finansiering och IR - denna funktion samordnar rapport- och redovisningsprinciper för att uppnå enhetliga rutiner inom koncernen. All räntesäkring och kreditriskhantering sköts i moderbolaget. Investor Relations, IR, hanterar information till aktiemarknaden i form av årsredovisningar, pressreleaser mm.

³⁶ SkiStar årsredovisning 2000/01

Inköp och Produktutveckling - för att uppnå inköpssynergier så har inköpsfunktionen centraliserats. Större investeringar sköts centralt för att upprätthålla en jämn och hög standard på investeringsprojekten.

Human Resource - ledarskap och gästservice har prioriterats och har därför fått en koncernövergripande funktion.

Marknadsföring och Försäljning - marknadsföringen koordineras genom en gemensam broschyr medan försäljning centraliserats med koncernens försäljningssystem SkiOnline.

Ski Online - består av ett antal moduler för logibokning, in- och utcheckning, skiduthyrning, skidskola och liftkort. Gästerna kan göra sina bokningar antingen via telefon eller internet.

4.2 Skalfördelar

SkiStar har flera skalfördelar genom sin storlek och dominans på marknaden i Skandinavien. Områden där koncernens storlek kommer till sin rätt är marknadsföring, produktutveckling, inköp och geografisk riskspridning. SkiStar kan genom benchmarking jämföra sina egna skidanläggningar där den effektivaste anläggningen förstås som modell för de övriga. SkiStar har erhållit sin dominant position på marknaden efter de tillämpat en expansiv investeringsstrategi med införlivningen av Åre m fl.³⁷

Samordningsarbetet med skidanläggningarna har medfört att de identifierat besparingar på 30 MSEK de närmaste två åren. Besparingarna innebär att produkter med låg utnyttjandegrad avvecklas, liknande funktioner samordnas samt att fortsätta med ett generellt förädlingsarbete.³⁸

4.3 Strategi och verksamhetsrisker

Strategin som företagsledningen fastställt utgör ramverk för ledningsbeslut. Detta reflekteras i verksamhetens agerande i olika situationer och används till att uppfylla målsättningarna. Den uttalade strategin är att "lönsamma och strategiska verksamheter inom lift, logiförmedling och skidskola skall långsiktigt drivas inom den egna organisationen". Affärsidén säger vidare att "verksamheter utanför kärnområdet skall företrädesvis utarrenderas till externa professionella aktörer".³⁹ Inom den operativa strategin prioriteras utvecklingen av koncernens snösystem. Systemen byggs fortlöpande ut genom nyanskaffningar som ska kunna garantera en bra skidåkning oavsett natursnöförhållanden.⁴⁰

Verksamheten ska inriktas på alpin skidåkning. Under diskussioner med ekonomichef Sjöholm framkom att vissa delar av verksamheten, som t ex skidskolan, inte var lönsamma. Dessa delar av verksamheten bedömdes dock som nödvändiga för att säkra

³⁷ SkiStar årsredovisning 2000/01

³⁸ Intervju med Ek, Chef, Magnus Sjöholm 2001-12-10.

³⁹ Ibid

⁴⁰ Skistar årsredovisning 2000/01 s.4

kundtillströmningen på lång sikt. Strategin är dock att denna verksamhet ska stödja och säkra övriga produkters lönsamhet.⁴¹

Verksamheterna är starkt säsongskänslig. Övervägande delen av intäkterna genereras i december till april. Den övriga delen av året överstiger kostnaderna intäkterna. Denna branschtypiska karaktär återfinns även i internationella alpinverksamheter. SkiStar har anpassat sig väl efter dessa försäljningsfluktuationer särskilt arbetskraftmässigt. För att minska riskerna eftersträvar SkiStar att större delen av vinterbokningar sker före säsongstart. En sen vinter och svag tillgång på natursnö påverkar efterfrågan på skidåkning. Detta medför att antalet gäster på SkiStars alpindestinationer viker som en följd av väderförhållandena.⁴²

4.3.1 Finansiella mål

Soliditeten skall inte understiga 35 %. Avkastningen på eget kapital skall uppgå till 12 % och till 13 % på sysselsatt kapital. Rörelsemarginalen skall långsiktigt överstiga 22 %.

Utfall	00/01	99/00	98/99	Mål
Soliditet %	36	36	47	>35
Avkastning				
Sysselsatt kap.	9	11	11	13
Eget kap.	9	12	11	12
Rörelsemarginal	16	16	22	>22

Tabell 2. Utfall. Källa SkiStar årsredovisning 2000/01.

Investeringar - Under 2001 uppgick investeringarna till 157 milj.kr. Bolaget har en genomsnittlig nivå på ersättningsinvesteringar som ligger på 50 milj.kr.

Operativ strategi- Strategin är att ha en genomsnittlig tillväxttakt på 20 % per år, vilket ska uppnås genom såväl organisk tillväxt som förvärv. Historiskt har en tillväxt som kraftigt överstiger dessa 20 % uppvisats. Orsaken till denna tillväxtökning finns i bolagets förvärv av andra skidanläggningar.

Utdelningspolicy- På a bolaget starka kassaflöde och goda framtidsutsikter har styrelsen beslutat att minst 50 % av resultatet efter skatt ska delas ut till aktieägarna.

Återköp- På bolagsstämman den 15 december förlängde styrelsen 2001 års bemyndigandet för ledningen att köpa och sälja egna aktier. Vidare föreslogs även att överkursfonden nedsätts med 370 MSEK för avsättning till fri fond. I och med nedsättningen ökade handlingsutrymmet i arbetet med bolagets kapitalstruktur vilket möjliggjorde att egna aktier kan användas som likvid vid eventuella kommande förvärv. Under året 99/00 genomfördes en omstämpling av röststarka A-aktier till B-aktier. Syftet med detta var att förbättra likviditeten av aktien på börsen och öka intresset. SkiStar har ännu inte genomfört några återköp och

⁴¹ Intervju med Ek, Chef, Magnus Sjöholm 2001-12-10.

⁴² Ibid

anser sig för närvarande förfoga över begränsade medel att göra så. Ute på orterna är investeringsbehovet fortfarande stort och dessa prioriteras därför.⁴³

4.4 Marknadsöversikt

Den alpina skidindustrin kännetecknas av höga inträdeströsklar vilket begränsar konkurrensen. De höga inträdeströsklarna utgörs i huvudsak av stora investeringskostnader och lagstiftning som begränsar expanderingsen i naturområdena. Marknaden för alpin skidåkning beskrivs som global såväl som lokal och mogen. Marknadens mogna karaktär anser vi utgör en bra förutsättning för att göra tillförlitliga prognoser. Utöver de höga inträdeströsklarna kännetecknas branschen av stora skalfördelar och väderberoende.⁴⁴

4.4.1 Internationell struktur

Den internationella strukturen är intressant då den utgör en grund för ett branschindex mot vilken SkiStar kan jämföras med.

Det finns små och stora etablerade alpina skidanläggningar i samtliga fem världsdelar med Europa som den största marknaden. Här konsumeras årligen ca 185 miljoner skiddagar där en skiddag definieras som en dags utförsåkning med liftkort. Nordamerika utgör den näst största marknaden med 75 miljoner skiddagar per år. Största marknad ur nationellt perspektiv utgörs av Japan (65 miljoner skiddagar), USA och Frankrike (57 miljoner vardera) samt Österrike (50 miljoner). Sverige tar sig i detta perspektiv som en liten marknad med 5,5 miljoner skiddagar. I samtliga länder besöks skidorterna främst av gäster från det egna landet. Undantagen utgörs av Norge, Österrike och Frankrike som har mellan 20 till 40 procent utländska gäster.⁴⁵

Branschen har tidigare kännetecknats av att företagen enbart verkat i det egna landet. De senaste åren har dock några större aktörer tagit steget över nationens gränser genom förvärv av hela eller delar av företag i andra länder.

4.4.2 Tillväxt

Marknadstillväxten ligger årligen på ca två procent, historiskt sätt. Om tillväxten granskas årsspecifikt finner vi en variation i tillväxten som korrelerar med snötillgången. Detta innebär att tillväxten ligger klart över genomsnittet de år då det är god tillgång på snö, medan den stagnerar under säsonger med sämre vinterklimat. Marknadssituationens mogna karaktär och intensiva konkurrens har både i Sverige och internationellt sett inneburit att få nya aktörer kommit in på marknaden.

Det har också visat sig att de ledande aktörerna uppvisar bättre tillväxtsiffror än genomsnittet. Detta kan till stor del tillskrivas en lyckad marknadsföring och positionering. Investeringar i

⁴³ Intervju med Ek, Chef, Magnus Sjöholm 2001-12-10.

⁴⁴ Skistar årsredovisning 2000/01

⁴⁵ Ibid.

snökanoner och liftsystem medför en trygghet för gästerna om det under säsongen varit dålig tillgång på natursnö.⁴⁶

4.4.3 Konkurrens

SkiStar upplever att deras största konkurrens utgörs av solresor som förmedlas av researrangörer som Fritidsresor, Spies, Ving o s v. Dessa riktar sig ofta till samma målgrupper. Alpinmässigt så innebär förvärven av Åre och Hemsedal att SkiS tar närmast sig konkurrensen till skidorterna i alperna. Detta då skidåkning på dessa orter har liknande åkprofil med större möjligheter till avancerad åkning. SkiStar anser därför att Åre och Hemsedal inte innebär en påtaglig intern konkurrens med Sälen. Andra skidanläggningar som uppfattas närma sig samma målgrupp är exempelvis Idre och norska Trysil. De svenska skidanläggningarna har en konkurrensfördel jämfört med norska och andra alpinorter utomlands med en attraktivare prisbild.⁴⁷

4.4.4 Känslighetsanalys

I årsredovisningen 2001/02 görs en känslighetsanalys där det beskrivs hur koncernens resultat påverkas vid förändringar i några viktiga variabler. Variablerna är beläggning, liftkortspriser, ränta, lönekostnader, elpris och valutakurs nok/sek. Förändring av beläggningsgrad utgår ifrån samtliga förmedlade objekt och avser endast dess resultatpåverkan på försäljning av liftsystemskort.

En betydande andel av företagets verksamhet finns i Norge. Svensk-norska växelkursen har därför en påverkan på resultatet och har därmed inkluderats i känslighetsanalysen. Räntorna är rörliga och en förändring av ränteläget har därför en direkt effekt på räntekostnaderna. Av tabellen kan utläsas att liftkortspriser, lönekostnad och beläggning är de variabler som för störst påverkan på koncernens resultat.

	Förändring	Resultatpåverkan
Beläggning	+/- 10 %	+/- 17 MSEK
Liftkortspriser	+/- 10 %	+/- 49 MSEK
Ränta	+/- 1 %	-/+ 5 MSEK
Lönekostnader	+/- 10 %	-/+ 24 MSEK
Marknadspris på el	+/- 1 %	-/+ 2 MSEK
Valuta NOK/SEK	+/- 10 %	+/- 3 MSEK

Tabell 3. Känslighetsanalys, Källa Årsredovisning SkiStar2001/02, s 20.

⁴⁶ Intervju med Ek, Chef, Magnus Sjöholm 2001-12-10.

⁴⁷ Ibid

5 Företagsvärdering av SkiStar enligt VBM

I kapitel 3 nämns prognosens centrala roll vid fastställandet av ett företagsvärde. I prognosen är det viktigt att kunna identifiera den information som behövs för att genomföra beräkningen av företagsvärdet. Nedanstående tabell är ett sammandrag av en treårig prognos gjord av Swedbank. Vi kommer nedan att förklara hur bolagsvärdering enligt VBM kan göras på en prognos och visa information som är nödvändig för att genomföra värderingen.

När vi ska beräkna ett års fria cashflow är vi intresserade av att identifiera betalningsströmmar som är en del av den operativa verksamheten. För att underlätta analysen börjar vi med att diskutera de poster som ska ingå i beräkningen av fritt cashflow, dessa poster är i tabellen inringade.

Sammandrag, prognos			
Swedbank			
(MSEK)	År	år	år
	01/ 02	02/03	03/04
Intäkter	823	864	906
Tillväxt (%)	2	5	5
Kostnader	-570	-596	-632
Avskrivningar	-107	-112	-116
Redovisat rörelseresultat	147	156	159
Finans netto	-43	-40	-37
Redovisat resultat före skatt	104	115	122
Redovisat resultat efter skatt	75	84	88
Skattesats %	28	28	28
Betald skatt	-41	-44	-45
Balansräkning prognos samt utfall			
Goodwill	14	9	6
Anläggningstillgångar	1552	1565	1562
Omsättningstillgångar	109	114	120
Likvida medel	22	19	32
Summa tillgångar	1696	1707	1719
Eget kapital	658	703	748
Forts. (MSEK)	År	år	år
	01/ 02	02/03	03/04

Minoritetsandel	4	4	4
Räntebärande skulder	849	808	769
Ej räntebärande skulder	185	191	197
Summa skulder och eg. kapital	1696	1707	1719
Soliditet	37 %	39 %	41 %

Cashflow			
Inbetalningar från kunder	823	864	906
Utbetalningar anstl. och lev.	-570	-596	-632
Betald inkomstskatt	-41	-44	-45
Investeringar	-100	-120	-100
Likvida medel vid årets början	22	19	32
Finans netto	-43	-40	-37

Tabell 4. Sammandrag prognos. Källa Swedbank. Egen bearbetning.⁴⁸

Intäkter, kostnader och avskrivningar är faktorer som inte direkt påverkar beräkningen av cashflow. Dessa poster får däremot en indirekt betydelse p.g.a. de påverkar den skatteutbetalning som ska göras. VBM intresserar sig inte för ett separat års vinst men däremot vilken skatt årets resultat kommer att medföra. I en beräkning av cashflow dras den skatt som ska utbetalas bort från den slutgiltiga summan.

Detta innebär inte automatiskt att den utbetalda skatten ett år kommer att vara lika med skatten på årets vinst. Olika bokföringstekniska åtgärder och periodiseringar kan påverka skatteutbetalningen. Som vi nämnde i kapitel 3.4 är det naturligt att fritt cashflow under inverteringsstunga perioder blir negativt. Vi konstaterade även att det inte är av betydelse så länge det diskonterade värdet under prognosens löptid blir positivt.

⁴⁸ Se bilaga

I exemplet nedan beräknar vi cashflow under 2001/02.

Inbetalningar från kunder:	823
Utbetalningar till leverantörer, anställda o s v:	-570
Vinst före investeringar:	253
Årets skatteutbetalning:	-41
Utbetalningar för årets investeringar:	-100
Fritt cashflow 01/02	112
På samma sätt beräknas fritt cashflow för kommande år:	
Fritt cashflow 02/03	104
Fritt cashflow 03/04	129

Vi kan alltså konstatera att prognostiserat fritt cashflow under år 01/02 blir 112 MSEK. I tabellen har på samma sätt räknat fram det fria cashflow som kommer att genereras under de kommande år, förutsatt att prognosen slår in.

Efter framtagandet av företagets fria cashflow under prognosens löptid konstaterar vi i kapitel 3.4 att nästa steg är att beräkna nuvärdet av dessa cashflowströmmar. För att göra det behöver vi veta vilken kalkylränta bolaget har. I kapitel 3.5 kom vi fram till att kalkylräntan består av två delar. En räntedel som bl.a. ska skydda som inflation, samt en riskpremie som bestäms av prognosens och branschens osäkerhet. Då dessa beräkningar är begränsade till att visa hur ett företagsvärde räknas fram använder vi oss av uppskattningar för att kunna slutföra beräkningarna. Två viktiga faktorer som vi tvingas anta är SkiStars kalkylränta och det årliga cashflow som kan tänkas fortsätta efter de tre år som innefattar prognosen.

Fritt cashflow:

År 01/02:	112 MSEK
År 02/03:	104 MSEK
År 03/04:	129 MSEK
År 04/05 till oändligheten ⁴⁹ :	100 MSEK

Kalkylränta: 10%

$$\begin{aligned} \text{Diskonterat fritt cashflow} &= \frac{112}{(1,10)^1} + \frac{104}{(1,10)^2} + \frac{129}{(1,10)^3} \\ &= 102 \quad 86,0 \quad 97 \\ &= 285 \quad \text{MSEK} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Restvärde} &= \frac{100}{0,1} - \frac{100}{(1,10)^1} - \frac{100}{(1,10)^2} - \frac{100}{(1,10)^3} \\ &= 1000 - 91 - 83 - 75 \\ &= 751 \quad \text{MSEK} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Diskonterat fritt cashflow} \\ + \text{restvärde} &= 285 + 751 = 1036 \quad \text{MSEK} \end{aligned}$$

Övriga marknadsplaceringar⁵⁰ utgörs av:

Andelar i intresseföretag	11,7 MSEK
Övriga långfristiga värdepappersinnehav	<u>53,7 MSEK</u>
	65,4 MSEK

Enligt Rappaport skall företagsvärdet beräknas utifrån följande formel:

Företagsvärde = Nuvärde av prognostiserade fritt cashflow + restvärde+ övriga marknadsplaceringar

$$285 + 751 + 65,4 = 1101,4 \text{ MSEK}$$

⁴⁹ De årliga diskonterade värdena går mot noll.

⁵⁰ Årsredovisning SkiStar 01/02, s 44, se bilaga

SkiStar har enligt årsredovisningen 2001 9639823 aktier. De är noterade på O-listan till ett pris av **90kr**.⁵¹

$$\begin{array}{l} \text{Aktievärde enligt} \\ \text{VBM} \end{array} = 1101,4 / 9639823 = \mathbf{114} \quad \begin{array}{l} \text{Kr /} \\ \text{aktie} \end{array}$$

Vi kan således utifrån våra uppgifter ta fram ett eget aktievärde. Skillnaden mellan det börsnoterade aktiepriset och värderingen enligt VBM är 24 kr/aktie (114-90=24). Företaget kan med denna bakgrund betraktas som undervärderad.

⁵¹ Dagens Industri. Onsdag 2002-01-30. <http://www.di.se/NoFlash.asp>

6 Avslutande slutsatser och diskussion

Vår beräkning pekar på att aktien är undervärderad vilket indikerar att återköp utgör ett alternativ till utdelning. Vi vill dock påpeka att vår värdering inte grundats på ett fullgott underlag och att vi därför inte kan dra några definitiva slutsatser. Vi kan däremot resonera om följderna det skulle kunna få:

- Om det finns underlag för expansiva investeringar som förväntas ge ett högre företagsvärde och denna uppskattas överträffa en positiv effekt av ett återköp ska den förstnämnda väljas.
- Om det inte finns utrymme för expansiva investeringar och bibehållande investeringar är gjorda samtidigt som ett återköp inte förväntas medföra en värdeökning är utdelning per aktie att föredra. Det är viktigt att likvida medel inte förblir "inaktiva". Antingen ska de nyttjas i verksamheten för att generera ett högre värde eller så ska de tillfalla aktieägarna.

De alternativ som enligt VBM står till buds för hur vinstmedel ska disponeras är i huvudsak utdelning, nyinvesteringar som syftar till att höja bolagets värde och återköp av aktier. Dessa olika handlingsalternativ är som tidigare nämnts sätt att kompensera ägarna. Var och ett av dessa alternativ kan vara intressant beroende på situation. Ser ledningen att det finns investeringsmöjligheter som genererar högre avkastning än kalkylräntan är dessa intressanta. Om de inte lever upp till dessa krav är de enligt VBM att betrakta som värdeförstörare och bör inte genomföras.

Att bolagsledningen har ett beräknat företagsvärde att jämföra med det börsnoterade värdet innebär större möjligheter att fatta rätt beslut så att aktieägarintresset på bästa sätt ska tillgodoses. En högre börskurs än det pris som ledningen fått fram kan tolkas som ett tecken på att marknaden ställer högre krav på företaget än vad ledningen tror sig kunna prestera utifrån sina prognoser. Skillnaden skulle också kunna bero på att aktiemarknaden gör värderingen till en högre kalkylränta. Detta sammantaget kan tolkas som en indikation till ledningen om att de måste prestera bättre och generera högre fritt cashflow än prognos.

Ledningen på SkiStar menar att de har ett stort investeringsbehov på de olika skidorterna och säger därför att de inte har medel till t ex åt återköp av egna aktier. De har däremot gjort en aktieutdelning som utgjorde femtio procent av vinsten efter skatt till aktieägarna. Dessa medel skulle delvis ha kunnat användas till återköp då företagsvärderingen visade på en undervärderad aktiekurs. Om detta återköp fick önskad effekt på aktiekursen skulle ett ökat företagsvärde på så sätt komma ägarna till godo. Ledningen kan även utan att besluta om återköp påverka aktiekursen genom att kommunicera med marknaden och påvisa att aktien är undervärderad. Marknaden kan dock ha en annan uppfattning om branschens eller företagets framtida möjligheter och därför inte justera aktiekursen.

Att utifrån prognoser göra en värdering av ett företag medför uppenbarligen en osäkerhet vilket vi anser bör belysas i samband med värdering enligt VBM då detta utgör en central del av förfarandet. En prognos innehåller alltid en osäkerhetsfaktor och olika intressenter fastställer sannolikt olika prognoser. Tillgången till aktuell data om företaget och dess bransch är av största vikt vid framtagandet av en prognos. Det är därför essentiellt att jämföra prognoser framtagna av olika intressenter för att bedöma vilken eller vilka som med dagens

kunskap ter sig mest trolig att infalla. Vi har i beräkningen av företagsvärdet fokuserat på specifika data i prognosen. En av de viktigaste aspekterna enligt vårt förfarande är att fokusera på de faktiska betalningsströmmarna under varje prognostiserat år. Avskrivningar, kostnader och intäkter är intressanta i den mån de påverkar skatten då den utgör en utbetalning.

Avslutningsvis vill vi säga att vi inom området som behandlats i denna uppsats funnit flera intressanta uppslag till vidare studier. Några av de frågor som vi skulle vilja fördjupa oss ytterligare i är t ex framtagandet av prognoser och de effekter de får för ett företag, restvärdets betydelse och osäkerhet, skillnadernas betydelse vid jämförelse med börsvärde och andra värderingar samt hur ska skillnaderna lämpligen tolkas.

Källförteckning

ABB´s presentationsmaterial VBM. CFO`s and Senoor Controllers Workshop 2001.

T.Copeland & T.Koller,1994, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons.

L.Eriksson & F.Wiedersheim-Paul, 1997, *Att utreda, forska och rapportera*. Malmö, Bäcklunds boktryckeri AB.

G.[Haglundh](#), 2000, *Bonniers ekonomiordbok*, Norge, AIT Gjøvik AS.

D.Ikenberry, J.Lakonishok & T.Vermaelen, *Market underreaction to open market share repurchase*, Journal of Financial Economics 39, 1995.

R.Lewis & D.Pendrill, 1996, *Advanced financial accounting*. Great Britain, Pitman Publishing.

U.Lundahl & P.Skärvad, 1999. *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund, Studentlitteratur.

R.Pike & B.Neale, 1996, *Corporate finance & investment*, Cornwall, Hartnolls Limited.

D.Rapaport, 1998, *Creating shareholding value*, New York, The Free Press.

M.Scott, 1998, *Value drivers*, John Wiley & Son Ltd, England.

Swedbank Markets 2001, småbolagsrapport.

Åredovisning SkiStar 99/00, 00/01.

Intervju, Patrik Jonsson, ekonomichef ABB Motors, 2001-11-08.

Intervju, Stefan Johansson, koncernkontroller ABB Zürich, 2001-11-13.

Intervju, Magnus Sjöholm, koncernekonomichef SkiStar AB, 2001-11-20.