



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Företagsvärdering utifrån två perspektiv
En analys av olika värderingsmodellers på två börsnoterade fastighetsbolag

Företagsekonomiska Institutionen
Externredovisning
Kandidatuppsats
HT 2013

Handledare:
Thomas Polesie

Författare:
Axel Gårdström
Carl-Fredrik Fock

Förord

Denna kandidatuppsats handlar om företagsvärdering från två olika perspektiv och är skriven på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet HT 2013.

Arbetet har både krävande men framförallt lärorikt och vi känner båda att vi har fått en bredare kunskap inom ämnet företagsvärdering, både på ett teoretiskt samt på ett praktiskt plan.

Ett stort tack till vår handledare Thomas Polesie som har guidat oss genom arbetets gång med framförallt värdefulla diskussioner och tankar om ämnet.

Göteborg, januari 2014

Axel Gårdström

Carl-Fredrik Fock

Sammanfattning

Examensarbetet företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgsuniversitet Kandidatuppsats externredovisning, HT 2013

Författare: Axel Gårdström och Carl-Fredrik Fock

Handledare: Thomas Polesie

Titel: Företagsvärdering utifrån två perspektiv - En analys av olika värderingsmodellerna på två börsnoterade fastighetsbolag.

Background och Problem: I dagens globala miljö där företag köp och säljs kontinuerligt är värderingen en av grundpelarna. Värderingen består av en mängd olika komponenter där man skiljer på den fundamentala och tekniska analysen. I detta arbete analyseras värderingen som utgör den fundamentala analysens sista steg, utifrån två perspektiv.

Problemformulering:

- Hur värderas ett företag praktiskt utifrån dess kassaflöden respektive substansvärde?
- Hur skiljer sig det värdet vi har fått i våra modeller gentemot det värdet som finns på börsen? Om skillnader uppstår vad kan dessa bero på?

Syfte: Detta arbete syftar till att skapa en förståelse för perspektivproblematiken vid värdering av företag. För att uppnå detta har vi valt att praktiskt genomföra olika typer av värderingar på två valda bolag, Castellum och Hufvudstaden.

Avgränsningar: För att komma fram till själva värderingen krävs en djupare förståelse kring företaget och dess omvärld. Detta beskrivs i den fundamentala analysens olika steg där vi har valt att rikta in oss på sista steget, själva värderingen. Detta utifrån avkastningsvärdering med DCF-modellen och redovisningens substansvärdering.

Metod: Vi med hjälp av teorin angående DCF-modellen samt substansvärdering utfört värdering på två börsnoterade fastighetsbolag, Castellum och Hufvudstaden. Vidare har vi analyserat resultatet av värderingarna och jämfört detta med det verkliga börsvärdet av bolagen.

Resultat och slutsats: Det resultat vi har kommit fram till visar att det finns ett samband mellan DCF-modellen och substansvärderingsmodellen, där DCF-modellen genomgående ger ett högre värde. Dock har vi inte hittat något samband mellan dessa två modeller och det värde som börsen visar, i Castellums fall visar börsen det högsta värdet och för Hufvudstaden är börsvärdet det lägsta. Vidare har vi kommit fram till att DCF-modellens resultat bygger på många antaganden vilket gör att resultatet lätt kan manipuleras till det värde som värderaren önskar, dock kan vi inte se att någon av de två modellerna skulle vara att föredra utan fler modeller behövs för att få ett rättvisande värde.

Förslag till fortsatt forskning: Efter att uppsatsen nu är klar har vi kommit fram till att det hade varit intressant att på ett djupare plan analysera varför aktiepriset på börsen beter sig som det gör, det hade även varit intressant att analysera och jämföra de två modellernas värde på fler bolag inom fastighetsbranschen med deras börsvärde, på detta vis hade vi på ett ännu tydligare sätt kunnat styrka eller dementera de slutsatser vi har kommit fram till.

Nyckelord: Företagsvärdering, värdering, kassaflöden, DCF-modell, substansvärdering

Innehåll

1. Inledning	6
1.1 Bakgrundsbeskrivning	6
1.2 Problemdiskussion	7
1.3 Problemformulering	7
1.4 Syfte	7
1.5 Avgränsningar	7
1.6 Studiens fortsatta disposition	7
2. Metod	9
2.1 Typ av studie	9
2.1.1 Positivismen kontra hermeneutiken	9
2.1.2 Kvalitativ kontra kvantitativ metod	9
2.1.3 Primär kontra sekundär källa	10
2.2 Tillvägagångssätt	10
2.3 Insamling av material	10
2.4 Beskrivning av Företag	11
3. Referensram	12
3.1 Fundamental Analys	12
3.1.1 Strategisk Analys	12
3.1.2 Redovisningsanalys	12
3.1.3 Finansiell Analys	13
3.1.4 Värderingsmodeller	13
3.2 Substansvärderingsmodellen	13
3.2.1 Tillgångar	14
3.2.2 Skulder	15
3.3 Kassaflödesvärdering	15
3.3.1 Capital asset pricing model	16
3.3.2 WACC	17
3.3.3 Diskonterad Fritt Kassaflöde för företaget. (DCF-Modellen)	18
3.4 Markandsvärde	19
3.5 Substansvärde kontra markandsvärde	20
4. Empiri	22
4.1 Castellum	22
4.1.1 Castellum	22
4.1.2 Substansvärde	23
4.1.3 Kassaflödesvärdering, DCF-modellen	25
4.2 Hufvudstaden	27
4.2.1 Hufvudstaden	27
4.2.2 Substansvärde	27

4.2.3	Kassaflödesvärdering, DCF-modellen	29
4.2.4	Sammanfattning av Hufvudstandens företagsvärde från beräkningar samt börsvärdet....	30
5.	Analys av empirin	31
5.1	Substansvärdering på Castellum och Hufvudstaden	31
5.2	DCF-beräkning på Castellum och Hufvudstaden	31
5.2.1	CAPM	31
5.2.2	Weight average capital cost	31
5.2.3	DCF-Modellen	32
6.	Diskussion och Slutsats	33
6.1	Substansvärdering	33
6.2	DCF-Modellen	34
6.3	Slutsats	35
6.4	Förslag på framtida forskning	35
8.	Referenser	36

1. Inledning

1.1 Bakgrundsbeskrivning

I dagens globala miljö där företag köp och säljs kontinuerligt är värderingen en av grundpelarna. Företagsvärdering är viktigt för många olika aktörer så som privatpersoner, företag samt myndigheter.

Det finns tre övergripande värderingssituationer: Överlåtelsesituationer, innehavarsituationer och skattesituationer.

Överlåtelsesituationer uppstår exempelvis vid:

- Köp eller försäljning av företag
- Planerat samgående mellan företag
- Management buyout
- Konkurs¹

Innehavssituationer innebär ofta att inga nya personer med bestämmande inflytande kommer in i företaget. Kan uppstå vid exempelvis:

- Utköp av kompanjoner
- Byte av företagsform
- Kreditgivning

Skattesituationer handlar om att uppnå fördelaktiga skatteupplägg och kan uppnås genom försäljning av aktier inom koncernen, utdelning av aktier och spridning av aktier till anställda²

Företagsvärdering används som ett synonym till värdering av företag, dock skiljer man på olika typer av värderings situationer. Vid värderingen av ett företags eget kapital alltså aktierna för företaget används aktievärdering. När man syftar till att beräkna hela företagets värde inklusive det valda företagets skulder värderar man utifrån företagsvärdering³

Värderingen består av en mängd olika komponenter där man skiljer på den fundamentala och tekniska analysen. I den sist nämnda sker värdering utifrån historisk information, denna information används sedan för att förutspå marknads utveckling på kort sikt⁴. Här finns flera olika metoder att använda sig av där de flesta bygger på aktiediagram vilket innebär att man studerar dessa, för att hitta över- och undervärden på aktier. Denna analys är endast möjlig på företag som är börsnoterade och skapar då en prognos för företagets aktier snarare än ett företagsvärde⁵

Den fundamentala analysen syftar till att uppskatta det fundamentala värdet på företaget eller dess aktier med hjälp informationen om företaget och dess omvärld. Denna analys består av fyra övergripande delar som tillsammans skapar ett värde på företaget. Strategisk analys syftar till att skapa en uppfattning om företagets framgångsfaktorer och vinstgenererande verksamhet samt

¹ Björn Lundén. och Gunnar Ohlsson. *Värdering av företag: [praktisk handbok: köp, försäljning, skilsmässa, kompanjonavtal, generationsskifte, bouppteckning, kreditbedömning mm]*. 1. uppl. Näsviken: Björn Lundén information, 2007, s. 27.

² Ibid., s. 28

³ Henrik Nilsson., Anders Isaksson. och Teppo Martikainen. *Företagsvärdering: med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur, 2002, s. 17

⁴ Emelie Runesson. Företagsanalys-Delkurs i Externredovisning Lektionsunderlag, Göteborgsuniversitet, 2013. s. 2.

⁵ Nilsson M.fl., s. 20.

identifiera de risker som företagens verksamhet genererar. Redovisningsanalysen i sin tur omsätter den strategiska analysen till siffror som går att jämföra och värdera. Inom den finansiella analysen identifieras företagets förmåga att skapa vinst i framtiden där finansiella nyckeltal och kassaflöden är viktiga komponenter. Den fjärde delen i fundamentala analysen är själva värderingen och görs med hjälp av tidigare delars information för att slutligen få fram ett värde av företaget⁶.

1.2 Problemdiskussion

Vad är egentligen ett företags värde? Hur skall värderingen av ett företag gå till?

I denna uppsats försöker vi bringa klarhet i hur värderingsprocessen inom den fundamentala analysen går till både teoretiskt och praktiskt. Den praktiska analysen är gjord på två börsnoterade bolag, Castellum och Hufvudstaden. Resultatet av analysen på de båda bolagen jämförs för att få en uppfattning på hur modellerna beter sig, de jämförs även med det värdet som börserna visar för de företagen.

1.3 Problemformulering

- Hur värderas ett företag praktiskt utifrån dess kassaflöden respektive substansvärde?
- Hur skiljer sig det värdet vi har fått i våra modeller gentemot det värdet som finns på börserna? Om skillnader uppstår vad kan dessa bero på?

1.4 Syfte

Denna rapport syftar till att skapa en förståelse för perspektivproblematiken vid värdering av företag. För att uppnå detta har vi valt att praktiskt genomföra olika typer av värderingar på två valda bolag, Castellum och Hufvudstaden.

1.5 Avgränsningar

För att komma fram till själva värderingen krävs en djupare förståelse kring företaget och dess omvärld. Detta beskrivs i den fundamentala analysens olika steg där vi har valt att rikta in oss på sista steget, själva värderingen. Detta utifrån avkastningsvärdering med DCF-modellen och substansvärdering.

1.6 Studiens fortsatta disposition

– Kapitel 2: Metod

I metodavsnittet kommer det presenteras vilka typer av förhållningssätt vi har valt att använda oss av till denna rapport samt hur insamling av material har gått till och vilken typ av material som rapporten bygger på.

– kapitel 3: Referensram

I referensramen beskrivs den teori som vi har valt att använda för att kunna genomföra beräkningar av substansvärdet och värdet från DCF-modellen för både Castellum och Hufvudstaden.

– kapitel 4: Empiri

I kommande avsnitt av rapporten kommer här resultatet av de beräkningarna från substans- och DCF-modellen att presenteras för Castellum och Hufvudstaden vilket kan kopplas till frågeställning 1. Avsnittet är uppdelat så att beräkningar för de båda företagen presenteras var för sig. Först kommer skulder, tillgångar och aktuellt substansvärde under de senaste 5 åren att presenteras följt av beräkningarna från DCF-modellen för vart och ett av företagen. En förklaring till varför diagrammen ser ut som de gör ges efter varje del. Statistiken bygger på information hämtad från respektive företags årsredovisning från 2008- 2012.

⁶ Runesson, s. 3-4

– **kapitel 5: Analys**

I detta avsnitt kommer de faktorer vi använt i empirin att analyseras och förklaras, detta kan ses som en hjälp till att få en större förståelse av den framställda empirin.

– **kapitel 6: Diskussion och slutsats**

I diskussionen och slutsatsen jämförs och analyseras de resultat vi har fått fram från våra beräkningar samt att detta resultat analyseras gentemot frågeställningarna och teorin. Till sist kommer även förslag till framtida forskning att presenteras.

2. Metod

I metodavsnittet kommer det presenteras vilka typer av förhållningssätt vi har valt att använda oss av till denna rapport samt hur insamling av material har gått till och vilken typ av material som rapporten bygger på.

2.1 Typ av studie

Här presenteras vilken typ av information vi har använt oss av i vår studie samt hur vi har valt att analysera den.

2.1.1 Positivismen kontra hermeneutiken

När en rapport skall utformas finns två olika vetenskapliga perspektiv att förhålla sig till, det hermeneutiska och det positivistiska. Där dessa är varandras motsatser och representerar två skilda världsbilder. Positivismen syn på forskning är att man förhåller sig objektiv till vad man avser att undersöka medan hermeneutikens grund ligger i att vara subjektiv.

Positivismen utgår från att allt som kan bevisas empiriskt också är sant, alltså de som stämmer överens med verkligheten. De grundläggande dragen i positivismen är att forskningen skall vara objektiv och inte påverkas av värderingar som inte är vetenskapliga. Man anser att alla typer av egna bedömningar och uppskattningar av fakta bör ersättas med nya mätningar.⁷

Hermeneutikens handlar mycket om de tolkningar som görs av texters innebörd men även tolkningar av handlingar, symboler och upplevelser. Hermeneutiken menar att den som kan tolka dessa saker också får en bättre förståelse och helhetsbild av det man vill analysera.⁸

I denna rapport kommer positivismen och dess objektivitet att tillämpas samtidigt som nödvändiga egna uppskattningar görs vilket kan kopplas till hermeneutiken.

2.1.2 Kvalitativ kontra kvantitativ metod

När man skriver en rapport krävs det att man har insamlat material att bygga rapporten kring. Kvalitativa och kvantitativa metoder förklarar hur rapportens författare bearbetar de material och den information som de har samlat in.⁹

Den kvantitativa metoden innebär att det man vill analysera och studera det material man har och göra det mätbart så att resultatet kan presenteras i siffror. Den kvantitativa metoden går att koppla till positivistens syn på att resultat skall kunna bevisas empiriskt och de som studerar materialet skall förhålla sig objektivt till detta.¹⁰

Den kvalitativa metoden utgår ifrån att allt material inte kan göras mätbart och att det därför behövs ett annat synsätt till att bearbeta material. I kvalitativa metoder lägger man stor vikt vid att vara subjektiv i sin analys av material och information och man vill även kunna göra en språklig analys av informationen för att sedan kunna presentera ett resultat i text.¹¹

Vår uppsats kommer till stor del att bestå av kvantitativa metoder, resultatet är till stor del uppbyggt av information från företagens årsredovisningar och av historiska börskurser.

⁷ Göran Wallén. *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*, 2:a uppl., Lund: Studentlitteratur, 1996, s. 26-27.

⁸ Wallén, s. 33-35

⁹ Heine Andersen. *Vetenskapsteori och metodlära: introduktion*, Lund: Studentlitteratur, 1994, s. 69-70.

¹⁰ Ibid., s. 70.

¹¹ Ibid., s. 70-72.

2.1.3 Primär kontra sekundär källa

För att få kunskap om rapportens ämne krävs det källor, dessa källor kan vara allt från en bok, artikel, citat till en webbsida. Källorna delas in i två huvudgrupper, primära och sekundära källor. En primär källa är en källa som ger läsaren förstahandsinformation om ett ämne, det kan vara en bok eller en artikel som är skriven av någon som presenterar sin egen undersökning/teori om ett ämne. En sekundär källa är en källa som bygger på och återger vad någon annan har kommit fram till. Exempel på sekundära källor är läroböcker och översiktsartiklar.¹²

Vår rapport bygger till stor del på material som kan klassificeras som sekundära källor. Rapporten är byggd på information från läroböcker samt information om de valda företagen. Informationen från företagen är till stor del hämtad från företagens årsredovisningar, trots att företagen själva har utformat redovisningen anses den inte vara en primär källa utan alla årsredovisningar är sekundära källor. Oavsett typ av källa kan vissa vara subjektiva i sin framställning och man måste därav alltid kritiskt granska informationen från dem.

2.2 Tillvägagångssätt

Vid val av företag fick vi rekommendationer att välja fastighetsbolag. Ett stort antal studier har tidigare gjorts på fastighetsbolag, på grund av detta såg vi det intressant att analysera bolag som är verksamma i en annan bransch. Efter en del forskning kring ämnet insåg vi att företag inom fastighetsbranschen är betydligt lättare att analysera då deras tillgångar kan identifieras samt beräknas på ett tillförlitligt sätt. Eftersom uppsatsen behandlar både företagets substanser, kassaflöden och marknadens efterfråga på företaget föll det naturligt att välja bolag som är noterade på Svenska börsen. Detta för att kunna göra jämförelser med vårt beräknade värde och börsens värde på företagets aktier.

I denna uppsats kommer två olika värderingsmodeller att användas. För att beräkna ett företags värde utifrån framtida vinstprognoser kommer en avkastningsmodell användas.

Avkastningsmodellen är det övergripande namnet för att antal olika modeller och den vi har valt att använda är den så kallade DCF-modellen. Denna modell kännetecknas av prognoser över ett företags förväntade inkomster i framtiden. Den andra modellen som används i uppsatsen är substansvärdering, denna modell har sin utgångspunkt i företagets balansräkning.

Vi har gjort egna beräkningar och uppskattningar av de komponenter som finns i de olika modellerna där informationen har hämtats från företagets finansiella rapporter. En jämförelse mellan substansvärdet och kassaflödesmodellen skapar en förståelse för vad ett företag är värt utifrån två olika perspektiv. Likheter och skillnader mellan vårt beräknade resultat och börsens värde analyseras för att försöka ta reda på om de olika modellerna korrelerar med marknaden eller inte.

2.3 Insamling av material

För att komma fram till avkastningsvärdet och substansvärdet för respektive företag har vi använt oss av litteratur, artiklar, webbsidor och årsredovisningar för företagen. Det ekonomiska biblioteket vid Göteborgs universitet har varit till stor hjälp vid insamling av material som har varit grunden för denna uppsats.

¹² Göteborgsuniversitet, *Källkritik* 2013-04-08, <http://www.ub.gu.se/skriva/kallkritik/>. [2013-11-08]

2.4 Beskrivning av Företag

De två bolag vi har valt är Castellum och Hufvudstaden där båda är noterade på samma lista, Nasdaq OMX Stockholm Large Cap, och är av liknande storlek. Anledningen till att vi valde publika aktiebolag har att göra med den information som finns tillgänglig, vid val av ett privat bolag hade det medför ett allt för krävande arbetet vid värdering av företaget då inte samma mängd information finns tillgänglig.

3. Referensram

I referensramen beskrivs den teori som vi har valt att använd för att kunna genomföra beräkningar av substansvärdet och värdet från DCF-modellen för både Castellum och Hufvudstaden.

3.1 Fundamental Analys

Analysen syftar till att uppskatta det fundamentala värdet på företaget eller dess aktier med hjälp informationen om företaget och dess miljö¹³. Räkenskapsanalysen är en av grundpelarna och tillsammans med strategiska och finansiella analysen skapar de prognoser som i sin tur ligger till grund för själva värdeingen. Den fundamentala analysen består av fyra övergripande delar: strategisk analys, redovisningsanalys, finansiell analys samt värdering¹⁴

3.1.1 Strategisk Analys

Strategiska analysen är det första steget i den fundamentala analysen, här försöker man få en uppfattning om företagets framgångsfaktorer och vinstgenererande verksamhet samt identifiera de risker som företagets verksamhet generera.

En analys av branschen görs även för att identifiera företagets konkurrenter och konkurrensfördelar och förmågan att behålla nuvarande konkurrenskraft. Olika typer av analyser är i detta skede vanliga så som SWOT- eller PEST-analyser vilka ger en mer detaljerad bild företagets egenskaper och dess omgivning. Den strategiska analysen skall ligga till grund för formuleringen av prognoser och ge en inblick i företagets värde drivare som i sin tur används till val av relevanta nyckeltal¹⁵.

Den strategiska analysens komponenter:



Figur 1 Runesson sid 4

3.1.2 Redovisningsanalys

Denna del kan sägas hänga ihop med den strategiska då redovisnings analys beskriver den strategiska analysen i termer som går att värdera, siffror. Det går med hjälp av dess ”siffror”, som representerar exempelvis tillgångar, skulder, kassaflöden och resultat, analysera verksamheten utifrån de finansiella rapporterna. Strategiska analysen skapar ofta en suddig bild som med hjälp av redovisningsanalysen kan retuscharas och skapa en tydligare bild av verksamheten.¹⁶

¹³ Nilsson m.fl., s. 15

¹⁴ Nilsson m.fl., s. 21

¹⁵ Runesson, s.3

¹⁶ Stephen H Penman. *Financial statement analysis and security valuation*, 2.ed., Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2003, s. 59.

Redovisningsanalysen är till för att mäta och förstå de ekonomiska situationerna för företaget baserat på dess verksamhet under given period. Här görs också en kritisk granskning av de finansiella rapporterna där frågor som resultatets tillförlitlighet och kvalitet ifrågasätts. Eventuella justeringar görs i balans och resultaträkningen för att få ett mer rättvisande resultat då dessa skall ligga till grund för prognoser och nyckeltal.¹⁷

3.1.3 Finansiell Analys

Denna del analyserar företagets förmåga att skapa vinst i framtiden. Den finansiella analysen delas ofta upp i två delar, nyckeltalsanalysen och kassaflödesanalysen. Nyckeltalsanalysen ger externa aktörer en bild av företaget och dess förväntade värden i framtiden. Nyckeltal så som räntabilitet på eget kapital (R_e), räntabilitet på totalt kapital, (R_t) används där dessa ses som systematiska.¹⁸ Systematsiks innebär att rätt nyckeltal väljs för analysen medan effektivitet innebär att de valda nyckeltalen begränsa. Orsakerna till begränsandet är främst att hanteringen blir svårare vid större mängder av information. Kassaflödesanalysen skapar en förståelse för företagets likvida medel samt poster som påverkar kassan, finansiering och investering för att nämna några.¹⁹

3.1.4 Värderingsmodeller

Det sista steget i den fundamentala analysen är själva värderingen där indelningen kan ske i prognosbaserade modeller eller icke prognosbaserade. Avkastningsvärderingen bygger på prognoser om framtiden där olika modeller skapar ett nuvärde på företaget. Substansvärderingen däremot bygger på tillgångar och skulder som företaget äger vid den tidpunkten värderingen äger rum²⁰. Inom dessa modeller finns olika verktyg att värdera ett företag. I avkastningsmodellen ingår bland annat utdelningsmodellen, kassaflödesmodellen och resultatmodellen där nästa kapitel kommer med en mer utvecklad beskrivning av de modeller vi har valt att analysera.²¹

3.2 Substansvärderingsmodellen

Substansvärderingen tar sin utgångspunkt från företagets substanser alltså tillgångar respektive skulder och själva värderingen sker genom nettot av dessa.²² Definitionen enligt Nilsson och Isaksson lyder ”*substansvärdet är detsamma som värdet på investerat eget kapital i företaget, dvs. det sammanlagda marknadsvärdet på företagets tillgångar efter avdrag för marknadsvärdet på företagets skulder*”.²³

$$\begin{aligned} &+ \text{Tillgångarnas värde} \\ &\underline{- \text{Skuldernas värde}} \\ &= \text{Substansvärde} \end{aligned} \quad ^{24}$$

Vid beräkning av substansvärdet är man intresserade av värdet på tillgångar och skulder, eftersom dessa poster är upptagna i balansräkningen kan det först ses som relativt enkel värdering. Dock är man vid en värdering av företaget intresserad av företagets värde i dagsläge. Tillgångar och skulder måste således justeras från det redovisade värdet, ofta anskaffningsvärdet, till dagens värde för tillgångar och skulder. Detta gör beräkningen av posterna mer komplicerad än vad de tycks vara i balansräkningen.²⁵

¹⁷ Nilsson m.fl sid 23

¹⁸ Nilsson m.fl s. 23.

¹⁹ Ibid.

²⁰ Runesson. s. 51.

²¹ Ibid.

²² Nilsson m.fl., s. 62

²³ Ibid., s. 63.

²⁴ Ibid., s. 301.

²⁵ Ibid., s. 302.

Vid värdering av verkligt värde skiljer man på två värderingsmetoder:

- Återanskaffningsvärde/marknadsvärde, där tillgångar värderas till hur mycket man skulle få betala för motsvarande tillgång köps vid värderingstidpunkten.
- Likvidationsvärde, är de värdet tillgångarna anses inbringa vid en likvidation.

Likvidationsvärdet värderas ofta lägre än anskaffningsvärdet då likvidationsvärdet för tillgångar som är specifika för företaget är mindre värda vid en likvidation, än vad det är under pågående verksamhet. I praktiken används oftast återanskaffningsvärdet vid värdering av företag som har en pågående verksamhet.²⁶

Aktuellt substansvärde och långsiktigt substansvärde är ytterligare två substansvärden som går att beräkna. De långsiktiga utgår från substansvärdet med återläggning av derivat och uppskjuten skatt för att skapa ett mer långsiktigt värde. Det vanliga substansvärdet anses inte ge den långsiktiga informationen till aktieägarna då värdeförändringar på fastigheter och derivat kan variera stort mellan olika år. Vid justeringar av eget kapital återförs derivat och uppskjuten skatt för att minska volatiliteten i värdeförändringar mellan åren, detta ger oss aktuellt substansvärde som i sin tur ger ett mer aktuellt värde på företaget som kan jämföras med aktuell börskurs.²⁷

Aktuellt Substansvärde:

+ Substansvärde
+ Uppskjuten skatt
- Skatt
Aktuellt substansvärde

Aktuellt substansvärde ger värdet på ett företags eget kapital som i sin tur kan omvandlas till pris per aktie genom att dividera värdet med antalet aktier.

3.2.1 Tillgångar

En tillgång definieras enligt föreställningsramens punkt 4.4 som: *En resurs över vilken företaget har det bestämmande inflytandet till följd av inträffade händelser och som förväntas innebära ekonomiska fördelar för företaget i framtiden.*²⁸

Tillgångar kan delas upp i anläggningstillgångar och omsättningstillgångar, anläggningstillgångar är mer av bestående karaktär och omsättningstillgångarna är tillgångar som kan kopplas till omsättningen så som varulager. Beroende på hur fort en tillgång tros omsättas delas den in i antingen anläggning -eller omsättningstillgång, är tiden under ett år tillhör tillgången omsättningstillgångar. Om tillgången är anskaffad för mer stadigvarande bruk anses den tillhöra grupperingen anläggningstillgångar.²⁹

Anläggningstillgångar kan i sin tur delas in i materiella, immateriella och finansiella anläggningstillgångar. Finansiella anläggningstillgångar kan vara aktier i ett intressebolag som företaget i fråga anser att inneha under en längre period. En materiell anläggningstillgång är

²⁶ Nilsson m.fl s. 302-303.

²⁷ Castellum Årsredovisning 2012.

²⁸ FAR online Föreställningsramen <http://www.faronline.se.ezproxy.ub.gu.se/Dokument/IAS0001/> 2013, avsnitt 4,4. [2013-11-14]

²⁹ Nilsson m.fl s. 305-309.

maskiner, fastigheter, mark och inventarier. Slutligen är de immateriella tillgångarna exempelvis patent, varumärken och goodwill.³⁰

Omsättningstillgångar delas in i två olika grupper, Omsättningstillgångar 1 och Omsättningstillgångar 2. Omsättningstillgångar 1 är de tillgångarna som är mest likvida och utgörs av kassa, fodringar och noterade aktier. Omsättningstillgångar 2 är med andra ord de tillgångarna som är mindre likvida och utgörs av exempelvis varulager och förskott till leverantörer.

Med tanke på att substansvärderingsmodellen behandlar företagets alla tillgångar enskilt tappar man de tänkbara synergieffekter och mervärden som kan tänkas uppstå från de tillgångarna företaget förfogar över. Detta måste ses som en uppenbar nackdel med denna modell och bör tas med i beaktandet när värdering utförs.³¹

3.2.2 Skulder

En skuld definieras som motsatsen till en tillgång eller som föreställningsramens definition lyder: *En befintlig förpliktelse för företaget till följd av inträffade händelser, vilken väntas ge upphov till ett utflöde av resurser som innefattar ekonomiska fördelar.*³²

Skulder delas sedan upp i kortfristiga och långfristiga, de kortfristiga skulderna behöver vanligtvis inte justeras. De långfristiga skulderna måste justeras med tanke på att räntan för dessa skulder kan ändras och det på grund av detta kan finnas dolda reserver även i denna post.³³ Som utgångspunkt för justeringar av tillgångar och skulder använder man sig av företagets senaste balansräkning.³⁴

3.3 Kassaflödesvärdering

För att räkna fram ett företags värde med hjälp av kassaflöden finns det framförallt tre olika avkastningsmått som används:

- Utdelning
- Resultat
- Kassaflöde

Alla dessa tre måtten för värdering av ett företag bör på lång sikt visa samma värde, dock kan det vara relativt stora skillnader på kort sikt.³⁵

Det måttet som kommer tas upp i denna rapport är kassaflöde och beräkningar av de valda företagets värde kommer att göras utifrån den så kallade DCF-modellen eller Fritt kassaflöde till företag som den heter på svenska. Fördelen med denna modell är att den kan användas på både företag som går med förlust samt bolag som står under stark tillväxt. Nackdelen med modellen är att den allt som oftast ger bolag med stora fria kassaflöden ett högre värde trots att det inte i alla lägen är optimalt med för stort fritt kassaflöde.³⁶ Modellen utgår ifrån att man omvandlar det specifika företagets räkenskaper till kassaflöden för att sedan kunna beräkna ett värde på hela företaget eller på en aktie.³⁷

³⁰ Ibid.

³¹ Nilsson m.fl. s. 302-303.

³² FAR online Föreställningsramen <http://www.faronline.se.ezproxy.ub.gu.se/Dokument/I/IAS0001/2013>, avsnitt 4.4. [2013-11-14]

³³ Nilsson. m.fl. s. 309.

³⁴ Magnus Hult, *Värdering av företag*, 6:e uppl, Stockholm: Liber ekonomi, 1998, s. 109.

³⁵ Lundén. s. 80.

³⁶ Ibid. S. 108.

³⁷ Nilsson. m.fl. s. 253.

När Värdet på ett företag skall beräknas med DCF- modellen används följande formel:

$$V = \sum \frac{FKFF_t}{(1+Wacc)^t} + \frac{FKFF \text{ Evigt}_t}{(1+Wacc)^t}$$

- V = Företagets värde
- FKFF = Fritt kassaflöde till företaget
- WACC = Genomsnittliga kapitalkostnaden³⁸

Med tanke på formelns uppbyggnad krävs det att företagets fria kassaflöden och WACC som beskriver den viktade genomsnittliga kapitalkostnaden är tillgängligt. Det är den viktade kapitalkostnad som kommer användas som diskonteringsränta. När beräkningar av WACC skall göras är det viktigt att även ägarnas avkastnings krav är känt, detta kan räknas fram genom den så kallade CAPM-formeln.³⁹

3.3.1 Capital asset pricing model

Capital asset pricing model eller CAPM som den också kallas är en modell för att värdera och prissätta finansiella tillgångar i jämvikt. Modellen används för att beräkna avkastningskravet, avkastningskravet som i sin tur används för att beräkna marknadsvärdet på företagets aktiekapital utifrån någon diskonteringsmodell.⁴⁰

CAPM beräknas enligt följande formel:

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

- R_f = Riskfri ränta
- R_m = Markandens förväntade avkastning
- β = Betavärdet för aktien
- R_e = avkastnings krav⁴¹

I CAPM- modellen är beta den variabel som definierar risken och betavärdet beskriver hur väl avkastningen på en aktie varierar i förhållande till den avkastning som markandens index genererar. Med andra ord beskriver betavärdet om en aktie korrelerar med markanden eller inte. Markandens betavärde är alltid lika med ett och om aktiens betavärde också är ett korrelerar aktiens avkastning med markanden och risken kan bedömas vara normal. Om värdet är högre än ett är risken större än markandens och om värdet är mindre är således risken mindre för aktien. Om betavärdet skulle vara lika med noll skulle investeringen i aktien vara helt riskfri.⁴² Betavärdet på en aktie beräknas enligt följande formel:

$$\beta = \frac{\text{Kovariansen}}{\text{Variansen}}^{43}$$

Den riskfria räntan definieras ofta som räntan på en statsobligation med en återstående löptid på 10 år. Denna ränta är vad en investerare med säker kan uppnå vid placering på en kapitalmarknad

³⁸ Aswath Damodaran, *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*, 2nd ed., Hoboken, NJ: Johan Wiley, 2006, s. 117.

³⁹ Nilsson m.fl., s. 214

⁴⁰ Damodaran, s. 31-35.

⁴¹ Ibid.

⁴² Nilsson m.fl., s. 230.

⁴³ Damodaran, s. 32.

under given period.⁴⁴ 27 november 2013 erhålls en ränta på 2,05 % vid köp av statsobligation med löptid till och med 2022-06-01⁴⁵. Rikspremie på den svenska marknaden utgör den extra räntan en investerare förväntar sig vid investering på en kapitalmarknad. Premiens storlek beror på hur stor osäkerhet det är i framtida förväntade avkastning. Marknadspremien är relaterad till aktiemarknaden och mars 2013 uppgick denna till 6 % vilket kan jämföras med 5,8 % föregående år.⁴⁶

Denna ränta påverkas av:

- Stabiliteten i samhällsekonomin
- Politisk stabilitet med avseende på ekonomin och företagande
- Företagsstrukturen på aktiemarknaden

Med ovanstående komponenter bestäms marknadspremien för varje år, att den bestäms för varje år är för att ge en rättvisande bild över den kommande perioden⁴⁷.

Med hjälp av CAPM-modellen kan man som beskrivits ovan beräkna avkastningskravet och risken. Dock finns det en del kritik mot denna modell, framförallt har modellen kritiserats gällande tre punkter. Framförallt menar kritikerna att CAPM-modellen baserar sig på orealistiska antaganden, kritikerna påpekar också att komponenterna i modellen inte går att bedöma med en tillräckligt stor precision och till sist menar kritikerna att modellen helt enkelt inte är tillräckligt bra i kontrast till hur mycket den används.⁴⁸

De orealistiska antagandena som tas upp i kritiken mot CAPM-modellen är bland annat modellen förutsätter att alla investerare har identiska förväntningar om risken och avkastningen vilket innebär att alla investerare kommer fram till samma optimala portfölj, vilket då blir marknadspportföljen. Nästa orealistiska antaganden som CAPM-modellen utgår ifrån är att det skall vara möjligt att låna oändligt mycket kapital till den riskfria räntan.

När det kommer till komponenterna i modellen finns det även här kritik, den gäller framförallt betavärdet som bygger på historisk data. Vad händer med betavärdet om företaget i fråga förändras kraftigt under den period som data hämtas ifrån? Med stor sannolikhet kommer data från denna period att ge ett felaktigt värde på beta vilket gör att de blir svårt att använda på ett korrekt sätt.⁴⁹

3.3.2 WACC

Genomsnittlig vägd kapitalkostnad benämns WACC från det engelska ordet wight average cost of capital. Den är den genomsnittliga ränta som företaget behöver på sina tillgångar för att ägarnas avkastningskrav skall vara uppfyllt. Vid ökande WACC kan risken sägas öka då ägarna kräver kompensation för denna risk. Lägre WACC ger således minskad risk och ägarna kräver då mindre kompensation för risken. Ofta kännetecknas fastighetsbranschen av ett relativt lågt WACC då företagen ses som stabila och därmed medför det en lägre risk för investerare.⁵⁰

⁴⁴ Öhrlings PWC, *Företagsvärdering: översikt av området baserat på erfarenhet*, Lund: Studentlitteratur, 2005, s.24.

⁴⁵ Nasdaq OMX Obligationer.

⁴⁶ PWC, riskperimestudien-2013, http://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2013.pdf [2013-11-27].

⁴⁷ Öhrlings PWC, s. 24-27.

⁴⁸ Nilsson m.fl., s. 238-239.

⁴⁹ Ibid.

⁵⁰ Leonard C Soffer. och Robin J Soffer., *Financial statement analysis: a valuation approach*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2003, s. 155-160.

$$WACC = \left(\frac{E}{V} \times R_e\right) + \left(\frac{D}{E} \times R_s\right) \times (1 - t)$$

- E = Eget kapital
- D = Skulder
- V = Eget kapital + Skulder
- $R_e = \text{Ägarnas Avkastningskrav CAPM}$
- $R_s = \text{Skuldränta } \left(\frac{\text{Räntekostnad}}{\text{Lån}}\right)$
- T = Bolagskatt

3.3.3 Diskonterad Fritt Kassaflöde för företaget. (DCF-Modellen)

En av de absolut vanligaste värderingsmodellerna är DCF-modellen som grundar sig i företagets framtida fria kassaflöden. Modellen utgår alltså från att man prognostisera företagets framtida avkastning och kassaflöden som sedan diskonteras till nuvärdet. Diskonteringen görs med hjälp av diskonteringsräntan WACC.⁵¹

$$V = \sum \frac{FKFF_t}{(1+Wacc)^t} + \frac{FKFF \text{ Evigt}}{(1+Wacc)^t} \quad 52$$

Syftet med att diskontera de framtida fria kassaflödena är att få fram nuvärdet, för att denna metod skall kunna användas på ett korrekt och tillförlitligt sätt bör den som skall utföra värderingen ha kunskap om företagets tillgångar och vilka intäkter de förväntas generera samt vilken diskonteringsränta som skall användas. Att värdera ett företag utifrån dess kassaflöden fungerar bäst om företaget i fråga har en historia av positiva kassaflöden⁵³

För att kunna beräkna värdet av ett företag måste företagets fria kassaflöden prognostiserat för ett bestämt antal år fram i tiden. För att få en så rättvis bild som möjligt av företagets framtida fria kassaflöden bör data från de fem senaste åren användas i prognostiseringen.

Grunden för att beräkna det fria kassaflödet är EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) eller rörelseresultatet som hittas i resultaträkningen. Från EBIT skall sedan företagskatten dras bort, skälet till att skatten dras bort är på grund av att den är bortdragen i avkastningskravet och behöver därför även dras bort från EBIT för att vi skall få en rättvisande bild av kassaflödet.

När väl rörelseresultatet efter skatt är beräknat skall avskrivningar och nedskrivningar som tidigare dragits bort från resultaträkningen nu återföras, företagets investeringar under året skall sedan dras bort.^{54 55}

Omsättning

- Kostnader

EBITDA

- Avskrivningar

EBIT

- Skatt

- investeringar/Finansiella (In och ut)

+Avskrivningar

= Fritt kassaflöde till företag

⁵¹ Damodaran s. 193-196.

⁵² Ibid., s. 117.

⁵³ Nilsson m.fl., s. 209-210.

⁵⁴ Planguide, DCF-Värdering, <http://www.planguide.se/DCFvardering.htm>, [2013-12-13]

⁵⁵ Nilsson m.fl., s. 348.

När kassaflödena för de kommande fem åren har beräknats måste värderaren göra vissa antaganden om det slutliga kassaflödet som representerar år sex och framåt, detta kan även kallas för det eviga kassaflödet. Antaganden som måste göras gäller företagets betavärde, räntan på företagets lån samt soliditeten. För att kunna beräkna värdet på företaget med DCF-modellen måste värderaren därför beräkna både CAPM och WACC för båda dessa tidsperioder. Framöver kommer år ett till fem att benämnas som fas 1 och år sex och framåt som fas 2.⁵⁶

Fritt kassaflöde till företag i fas 2 Beräknas på följande vis:

$$\text{FKFF} = (\text{Resultat efter avskrivningar}_{2018} \times (1 - \text{Skatt}) - (\text{Omsättning}_{2018} - \text{Omsättning}_{2017})) \times \text{Andel rörelsekapital av omsättningen}^{57}$$

När värdet av kassaflödena för de båda faserna är beräknade skall fas 1 divideras med diskonteringsränta enligt formeln ovan. Värdet av kassaflödet från fas 2 skall däremot divideras med diskonteringsräntan från fas 2 minus den antagna tillväxttakten för företagets omsättning. Detta värde kallas för slutvärdet för fas 2. Slutvärdet från fas 2 måste i sin tur diskonteras med diskonteringsräntan från fas 1 enligt formeln ovan för att ett nuvärde skall bli tillgängligt. Det slutliga värdet på företagets egna kapital beräknas genom att addera nuvärdet av fas 1 och 2 minus företagets skulder från det verkliga året. Vill man beräkna aktie priset så divideras värdet på det framräknade värdet på det egna kapitalet med antal aktier.⁵⁸

Ett vanligt problem som uppstår när DCF-modellen används är företagets nya tillgångar inte har genererat några kassaflöden som kan tas med i beräkningarna. Svårigheterna i modellen ligger på grund av detta i att på ett så korrekt vis som möjligt uppskatta företagets framtida investeringar och att nuvärdesberäkna dessa på ett så korrekt vis som möjligt för att sedan kunna beräkna fram värdet på företaget⁵⁹

3.4 Markandsvärde

För att kunna besvara frågan om vad eller vilka faktorer det är som bestämmer priset på en aktie hos ett börsnoterat bolag måste man först förstå principerna bakom utbud och efterfrågan. Om utbudet av en vara är stort kommer priset på varan med stor sannolikhet att sjunka och om efterfrågan på en produkt är högre än antalet som säljs på en marknad kommer priset med stor sannolikhet att öka. Detta är grunden för vilket pris som skall gälla på en vara och eftersom en aktie i all enkelhet är som vilken vara som helst så är detta även grunden för att prissätta en aktie. Det är självklart inte så att utbud och efterfrågan på en aktie sjunker eller ökar utan någon anledning, utbudet och efterfrågan styrs av en rad olika faktorer.⁶⁰

En viktig faktor som bestämmer priset på aktier är förväntningarna som finns på företaget eller aktien i fråga. Om ett företag gör bra ifrån sig och för mycket god uppmärksamhet i t.ex. media kommer förväntningarna på företagets resultat att stiga vilket borde föra med sig höga utdelningar till aktieägare vilket i sin tur för aktiepriset att stiga. Ibland kan det vara tvärtom då ett företag gör stor vinster men aktiekursen är låg på grund av att förväntningarna på företagets framtid är låga. Samma sak är det mer rykten och spekulationer om hur företaget presterar, sprids det ett rykte eller om det börjar spekuleras om att ett företag är på väg att få en så pass stor order att den markant

⁵⁶ Ibid., s. 285-288.

⁵⁷ Nilsson., m.fl. s. 287.

⁵⁸ Ibid., s. 287-288.

⁵⁹ Ibid., s. 288-289.

⁶⁰ Nasdaq OMX, vad bestämmer priset på aktier,

<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadbestammerprisetpaaktier?languageId=3> [2013-12-16]

kommer förändra ett företags resultat kommer priset på aktien att öka då förväntningarna på företaget har ökat.⁶¹

De viktigaste är i slutändan de resultat som företaget visar upp i sina finansiella rapporter. Visar företaget goda resultat och har en god tillväxt kommer priset på aktien tillslut att stiga. Detsamma gäller om ett företag varje år ökar sin utdelning. Det man med relativt stor säkerhet kan säga är att på lång sikt kommer en hög tillväxt och höjda utdelningar korrelera med ett stigande pris på den berörda aktien. På kort sikt som ungefär är ett år påverkas aktien av mycket annat än bara de resultat som företaget visar upp. Exempel på detta kan vara om andra företag i samma bransch tvingas avskeda personal, detta leder till förväntningar om att andra bolag i samma bransch kommer tvingas göra samma sak och då kommer aktiepriset på kort sikt att gå ner.

Vilken roll spelar staten och omvärden i prissättningen av aktier? Det kan spela roll då staten har makten att höja skatter men även makten att subventioner vissa marknader. Höjd skatt på socker leder till sämre förutsättningar för bolag som har socker som sin basvara och aktiepriset kan då påverkas negativt. Tvärtom för företag som opererar på en bransch där staten har subventionerat priserna för konsumenterna. Hur mycket påverkas priset på aktier på den svenska marknaden av vad som händer i omvärlden? Med tanke på att den svenska aktiemarknaden är relativt liten och många svenska företag är beroende av hur försäljningen går på de stora marknaderna i världen kommer priserna på den svenska marknaden att reagera ganska starkt på vad som händer på aktiemarknader i exempelvis USA, Tokyo och London.⁶²

3.5 Substansvärde kontra markandsvärde

Varför är det så att de olika värderingsmetoderna inte visar samma värde på ett och samma företag? Hur kommer det sig att allt som oftast markandsvärdet är betydligt högre än vad det justerade egna kapitalet är (Substansvärdet)?

En tänkbar förklaring är att företagen har för vana att värdera sina substanser allt för lågt. Det finns i nästan alla företag dolda reserver i dess materiella tillgångar så som fastigheter och maskiner, dessa värden är också relativt enkla att räkna fram. Återanskaffningsvärdet är nästan alltid högre i de materiella tillgångarna än vad det bokförda värdet är. Samtidigt som de dolda reserverna i de materiella tillgångarna är enkla att både förstå och räkna fram så finns det dolda reserver i de immateriella tillgångarna som kan vara betydligt mycket svårare att beräkna men även förstå var de kommer ifrån. Anledningen till att substansvärdet ofta är så lågt hos företagen är således att tillgångarna värderas för lågt.

Nästa rimliga förklaring till att det uppstår en skillnad mellan substansvärdet och markandsvärdet är att markandsvärdet är för högt. Markandsvärdet på ett företag bestäms med hjälp av vad företaget faktiskt tjänar och vilka vinster dem har idag samt vilka förväntade intäkter och vinster dem kommer ha i framtiden. Att markandsvärdet på ett företag är för högt kommer sig av antingen att markanden har överskattat företagets framtida prestationsförmåga i form av intäkter och vinst, eller att markanden har använt en för låg diskonteringsränta när beräkningar av företagets värde har gjorts.

Den tredje förklaringen till att markandsvärdet är högre än substansvärdet hos ett företag är att företagen visar en högre avkastning än vad markanden har krävt. Om markanden visar en högre avkastning än vad markanden har förväntat sig och krävt av företaget kommer efterfrågan på företagets aktier att stiga vilket kommer att pressa upp börskursen.

⁶¹ Ibid.

⁶² Nasdaq OMX, vad bestämmer priset på aktier,

<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadbestammerprisetpaaktier?languageId=3> [2013-12-16]

En kombination av alla tre teorier eller förklaringar om man så vill är den allra troligaste förklaringen till att det finns en sådan tydlig skillnad i markandsvärdet kontra substansvärdet. Det kan självklart vara så att en av de tre nämnda förklaringarna ensam vid en viss tidpunkt står för hela skillnaden, men allt som oftast är det en kombination av alla tre.⁶³

⁶³ Karl-Henrik Pettersson, *Aktiemarkandens Anomalier: Något om varför aktiemarknadens exempellösa uppgång inte kommer att kunna fortsätta*, uppl. 1, Göteborg: Groveda, 1996, s. 101-105.

4. Empiri

I kommande avsnitt av rapporten kommer här resultatet av de beräkningarna från substans- och DCF-modellen att presenteras för Castellum och Hufvudstaden vilket kan kopplas till frågeställning 1. Avsnittet är uppdelat så att beräkningar för de båda företagen presenteras var för sig. Först kommer skulder, tillgångar och aktuellt substansvärde under de senaste 5 åren att presenteras följt av beräkningarna från DCF-modellen för vart och ett av företagen. En förklaring till varför diagrammen ser ut som de gör ges efter varje del. Statistiken bygger på information hämtad från respektive företags årsredovisning från 2008- 2012.

4.1 Castellum

4.1.1 Castellum

Castellum är ett av Sveriges största fastighetsbolag med ett fastighetsvärde 2012 på ca 36 miljarder kronor fördelat på 635 fastigheter. Castellums verksamhet är gåt ut på att förvärva, förvalta, utveckla och sälja fastigheter och värdepapper. Bolaget bildades 1993 och är sedan 1997 noterat på svenska börsen. Deras geografiska fördelning är uppdelad i fem tillväxtregioner, Storgöteborg, Storstockholm, Öresundsregionen, Östra Götaland samt Mälardalen där olika dotterbolag äger fastigheter i dessa områden. Fastighetsbeståndet utgörs av tre kategorier, kontor och butik som utgör 64 % av fastighetsvärdet, lager och industri 34 % samt projekt och mark endast 5 %. Omsättningen för Castellum år 2012 var 30,7 Mdkr och årets resultat uppgick till 1.47 Mdkr, en ökning från föregående år med drygt 100 % men beror till störst del på omräkning av skatten som är sänkt till 22 % mot tidigare 26 %.^{64 65}

Deras finansiella mål är en årlig tillväxt om 10 % i kassaflödet som Castellum definierar som förvaltningsresultat per aktie. För att uppnå detta anser dem att en tillväxt i nettoinvesteringar motsvarande 5 % årligen av fastighetsvärdet. Belåningsgraden får inte överstiga 55 % och räntetäckningsgraden minst 200 %, detta för att få en finansiell stabilitet med låg risk⁶⁶. 2012 års belåningsgrad och räntetäckningsgrad uppgick till 53 % respektive 284 %.

De har även ett utdelningsmål till aktieägarna om 50 % av förvaltningsresultatet något som är uppfyllt de senaste 10 åren.⁶⁷ Castellum har en låg belåningsgrad och ett fastighetsbestånd spritt över landet för att sprida risken och få större kunskap om de lokala marknaderna som de verkar på. Detta gör Castellum till en säkrare investering med lägre risk.⁶⁸

⁶⁴ Dagens industri, Castellum, 2010-2013, <http://www.di.se/amnen/castellum/>. [2013-11-12]

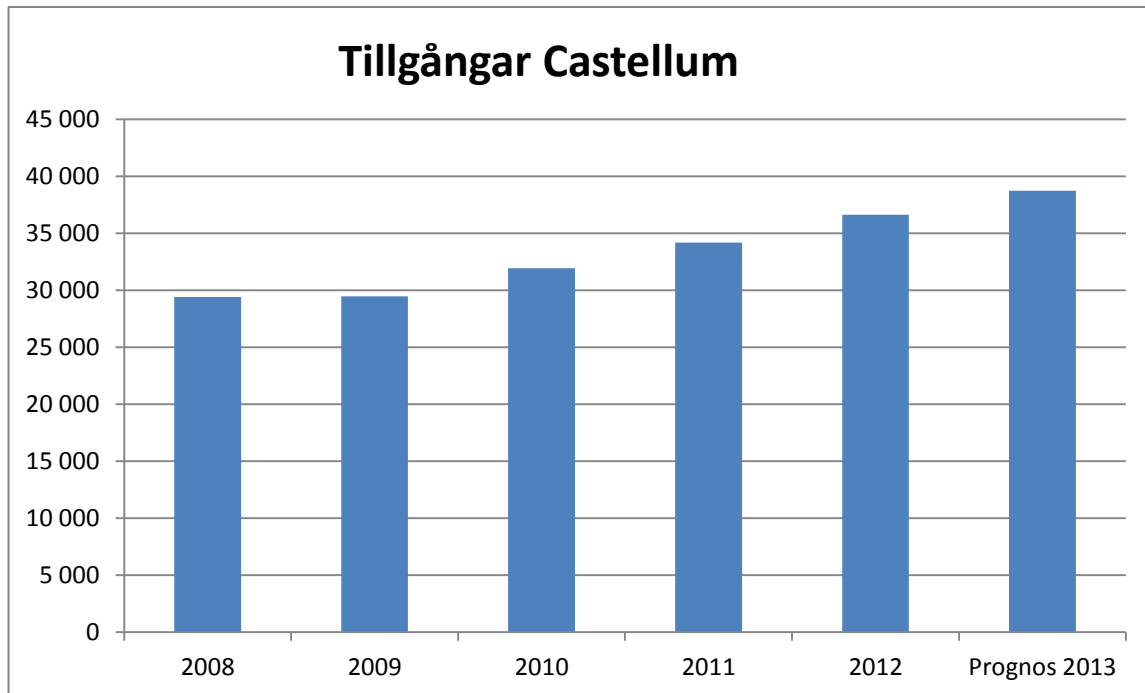
⁶⁵ Castellum Årsredovisning 2012 sid 79.

⁶⁶ Castellum Årsredovisning 2012 sid 104.

⁶⁷ Ibid.

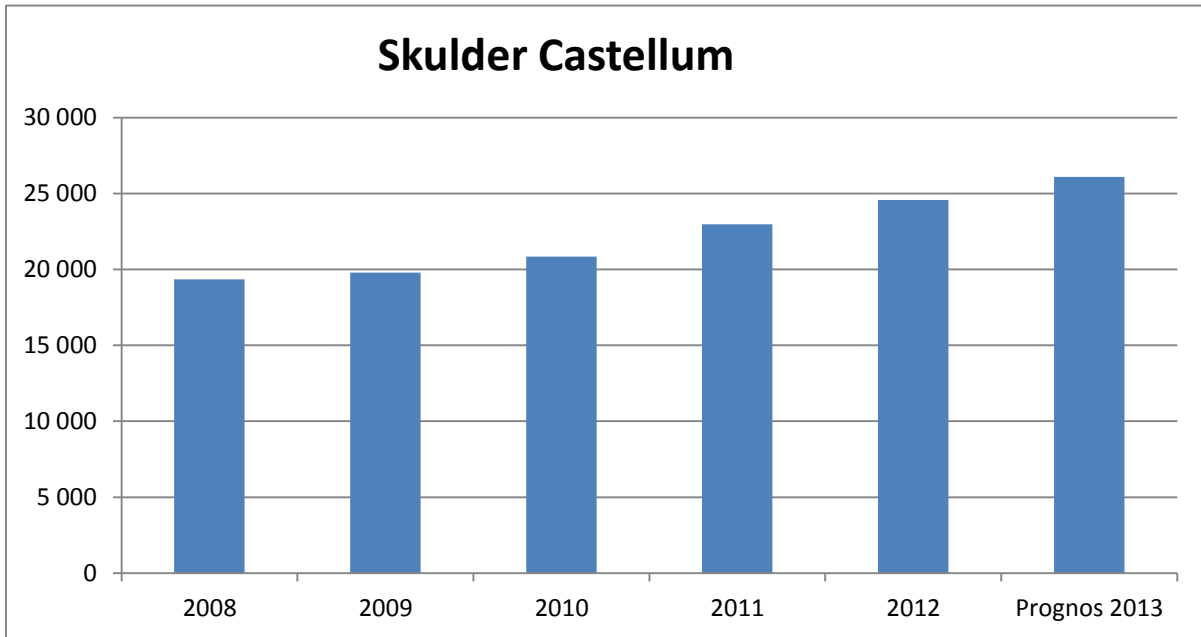
⁶⁸ Castellum, trygga Castellum passar bäst på sikt <https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2013/10/17/trygga-castellum-passar-bast-pa-sikt.html> [2012-11-27]

4.1.2 Substansvärde

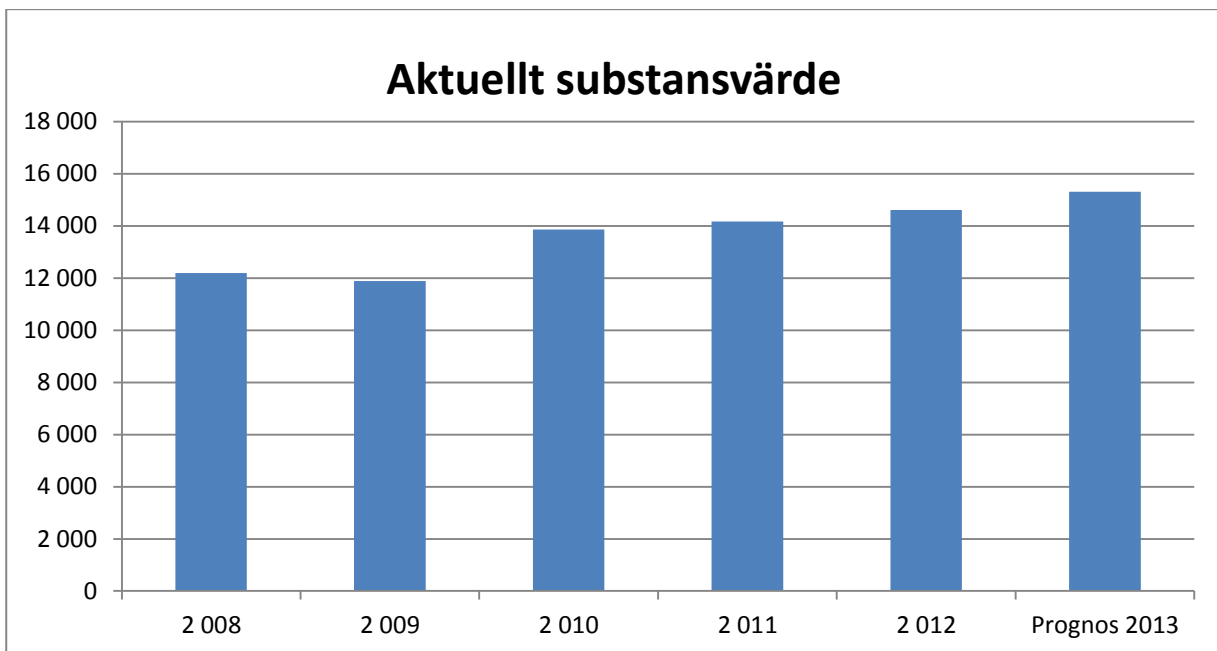


Förvaltningsfastigheter är Castellums viktigaste tillgång med ca 99 % av totala tillgångar, den återstående procentenheten består av kassa/bank och övriga tillgångar. Förvaltningsfastighet är en fastighet som innehas för uthyrning eller värdestigning och inte för det egna företagets produktion. Dessa tas upp till verkligt värde och eventuella värdeförändringar i Castellums fastigheter redovisas i resultaträkningen och kan då påverka resultatet positivt som negativt.

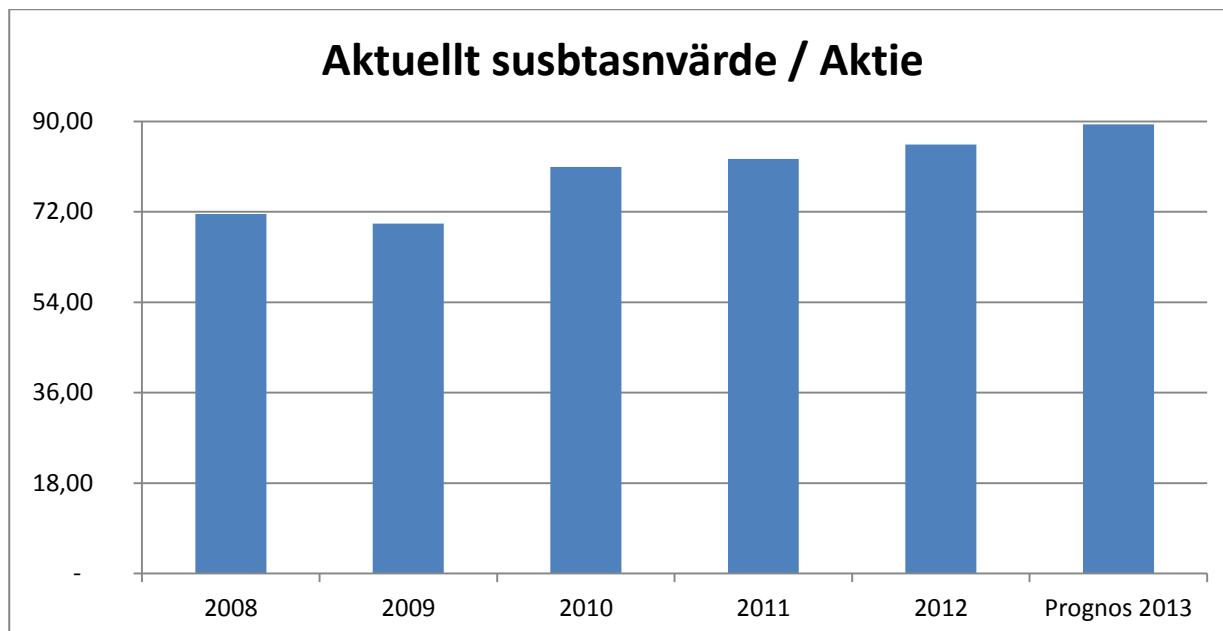
En trend från 2009 har varit ökande tillgångar med relativt liknande tillväxt, detta kan förklaras med Castellums mål att investerar 50 % av förvaltningsresultatet som i sin tur ökat linjär med ett snitt på 6,5 % per år. Castellums tillgångar har i genomsnitt ökat 5,7 % de senaste 5 åren. Tillgångarna är till största del anläggningstillgångar som företaget anser inneha längre än ett år och därav klassificeras som just anläggningstillgångar. Omsättningstillgångar är en lite post i totala tillgångar för Castellum och påverkar inte tillgångarna särskilt mycket.



Castellums skulder har liktydigt med tillgångarna en jämn ökande trend där genomsnittet i tillväxt för skulderna de senaste 5 åren har varit 6,1 %. Skulderan är uppdelade i räntebärande och ej räntebärande skulder där de räntebärande utgör majoriteten av de totala skulderna. De räntebärande delas i sin tur in i kortfristiga respektive långfristiga skulder där en skuld vars löptid är längre än ett år klassificeras som en långfristig skuld. Största andelen av Castellums skulder är långfristiga vilket medför en lägre risk för finansieringsverksamheten och bolaget som helhet.



Det aktuella substansvärdet är beräknat med justeringar i eget kapital där verklig uppskjuten skatt används istället för nominell uppskjuten skatt. Det aktuella substansvärdet har ökat från år 2008 med ett genomsnitt på 4,5 % per år. Substansvärdet påverkas av tillgångar och skulder samt uppskjuten skatt och skillnader i dessa poster mellan åren påverkar således substansvärdet. Det beräknade aktuella substansvärdet 2012 är 14 689 Mkr vilket ger ett pris på 85,40 kr/aktie vilket visas i grafen nedan.



4.1.3 Kassaflödesvärdering, DCF-modellen

Vid beräkning av aktievärdet krävs först en uppskattning om framtida kassaflöden. Både historiska och förväntade kassaflödet för Castellum har en avtagande trend bortsett från 2013 då kassaflödet blir betydligt högre än föregående år. Detta bero på att bolagsskatten som sänks 1 januari 2013 från 26,3 % till 22 %.

Betavärde har beräknats till 0,63 för fas 1, för fas 2 är beta antaget till 1,0 uträkningarna för betavärden för båda företagen hittas i bilaga 7. Betavärdet har använts för att beräkna CAPM i fas 1 som uppgår till 5,78 % och fas 2 till 8 %. WACC har med givna förutsättningar ovan uppskattats till 3,79 % för fas 1 respektive 4,885 % i den andra fasen.

Castellum	Fas 1	Fas 2
Beta	0,63	1
Marknadens avkastningskrav	8 %	8 %
Riskfri Ränta	2 %	2 %
Markandens Riskpremie	6 %	6 %
CAPM	5,78 %	8,0 %
WACC	3,79 %	4,885 %

I tabellen nedan redovisa Castellums friakassaflöden som vi har beräknat fram.

ÅR	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018-Evigt
Fritt kassaflöde Mkr.	292	268	266	239	270	245	215	182	144	1217,351

Nedan presenteras de nuvärdesberäkningarna som vi gjort på Castellum för åren 2013-2017, detta har gjorts enligt formeln som finns att hitta i den teoretiska referensramen.

$$V = \frac{270}{1,0379^1} + \frac{245}{1,0379^2} + \frac{215}{1,0379^3} + \frac{182}{1,0379^4} + \frac{144}{1,0379^5} = \mathbf{956,27 \text{ Mkr}}$$

956,27 Mkr är det beräknade nuvärdet av fas 1, alltså år ett till fem framåt i tiden. Nästa steg i DCF-modellen är att beräkna nuvärdet av företagets framtida värdeskapande, nuvärdet av fas 2. För att få fram nuvärdet av fas 2 måste först det fria kassa flödet för just denna fas beräknas, Castellums fria kassaflöde för fas 2 har beräknats enligt följande:

$$\mathbf{FKFF \text{ fas 2} = 1505 \times (1 - 0,22) - (3998 - 3827) \times (-0,2541) = 1\,217,351 \text{ Mkr}}$$

Med hjälp av det fria kassaflödet kan nu slutvärdet för fas 2 beräknas, efter det skall värdet av fas 2 nuvärdesberäknas. När nuvärdesberäkningarna görs av slutvärdet för fas 2 används diskonteringsräntan för fas 1.

$$\mathbf{Slutvärde} = \frac{1217,35}{(0,04885 - 0,023)} = \mathbf{47\,092,9 \text{ Mkr}}$$

$$\mathbf{Nuvärde} = \frac{47092,9}{(1,0379)^5} = \mathbf{39\,100,09 \text{ Mkr}}$$

Det som nu återstår är att addera nuvärdena för de båda faserna och sedan dra bort företagets skulder, när skulderna dras bort fås värdet av företagets egna kapital. Aktiepriset erhålls sedan genom att dividera med antal aktier.

$$\mathbf{Företagsvärdet} = \mathbf{956,34 + 39\,100,09 = 40\,056,4}$$

Företagets skulder år 2012 är lika med 24 556 Mkr vilket gör att värdet på det egna kapitalet enligt DCF-modellen är lika med 15 500,4 Mkr. Antalet utestående aktier år 2012 var 172 006 708 st. vilket ger oss ett aktiepris på 90,12 Kr.⁶⁹

4.1.4 Sammanfattning av Castellums företagsvärde och börsvärde

Den 28/12 2012 stod priset på Castellum till 92,3 kr/aktie, detta motsvarar ett företagsvärde på 15,876 Mdkr. Detta jämförs med Substansvärdet om 85,40 kr/aktie och ett totalt värde på 14,689 Mdkr samt att DCF-modellen ger oss ett aktiepris på 90,12 kr och 15,5 Mdkr i totalt värde.

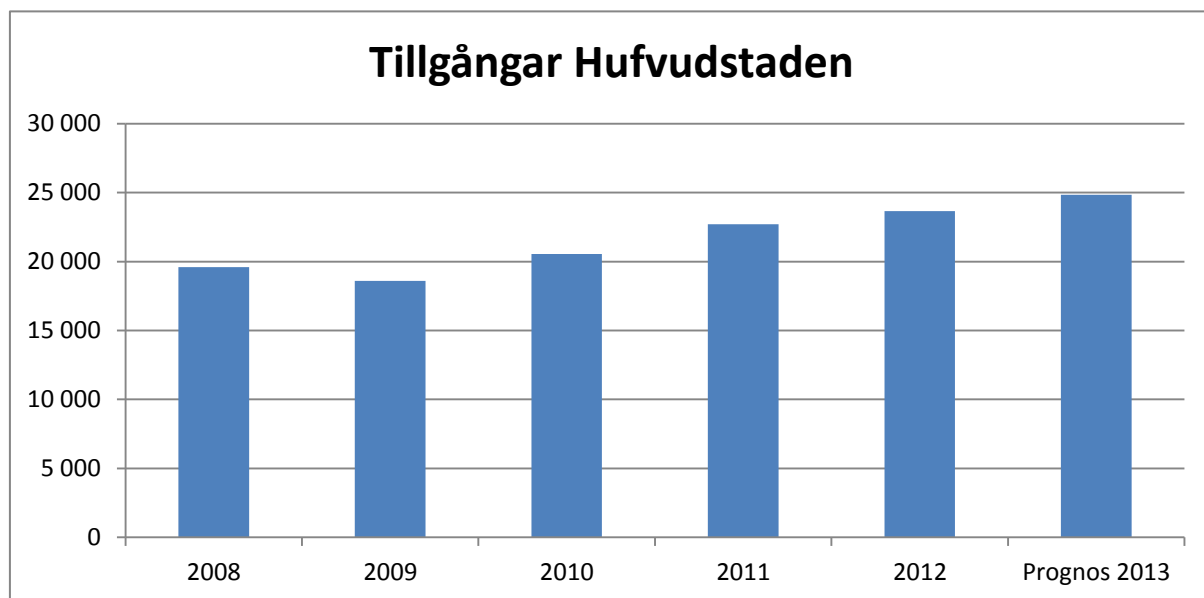
⁶⁹ Avanza, Castellum, <https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5353/castellum> [2013-12-02]

4.2 Hufvudstaden

4.2.1 Hufvudstaden

Hufvudstaden är liksom Castellum ett av Sveriges största fastighetsbolag och har inriktat sig på kontor och butikslokaler i framförallt Stockholm och Storgöteborg. Företaget grundades 1915 och introducerades på börsen 1938.⁷⁰ Hufvudstadens fastighetsbistånd uppgick i slutet av 2012 till 31 st. fastigheter med ett totala fastighetsvärde på 23,1 Miljarder kronor och resultatet för år 2012 uppgick till ca 1,94 miljarder kronor. I slutet av 2012 förvärvade Hufvudstaden fastigheten Nordstaden i Göteborg, denna fastighet ses idag tillsammans med NK-huset i Stockholm som två av företagets så kallade flaggskäppsfastigheter. Hufvudstadens uppsatta finansiella mål är att aktien ska ha en god utdelningstillväxt och att utdelningen skall utgöra minst 50 % av nettovinsten från den löpande verksamheten. Företaget skall även ha en soliditet på minst 40 % över tiden, 2012 års soliditet uppgick till 59 % och utdelningen uppgick till 82 % av netto vinsten.⁷¹

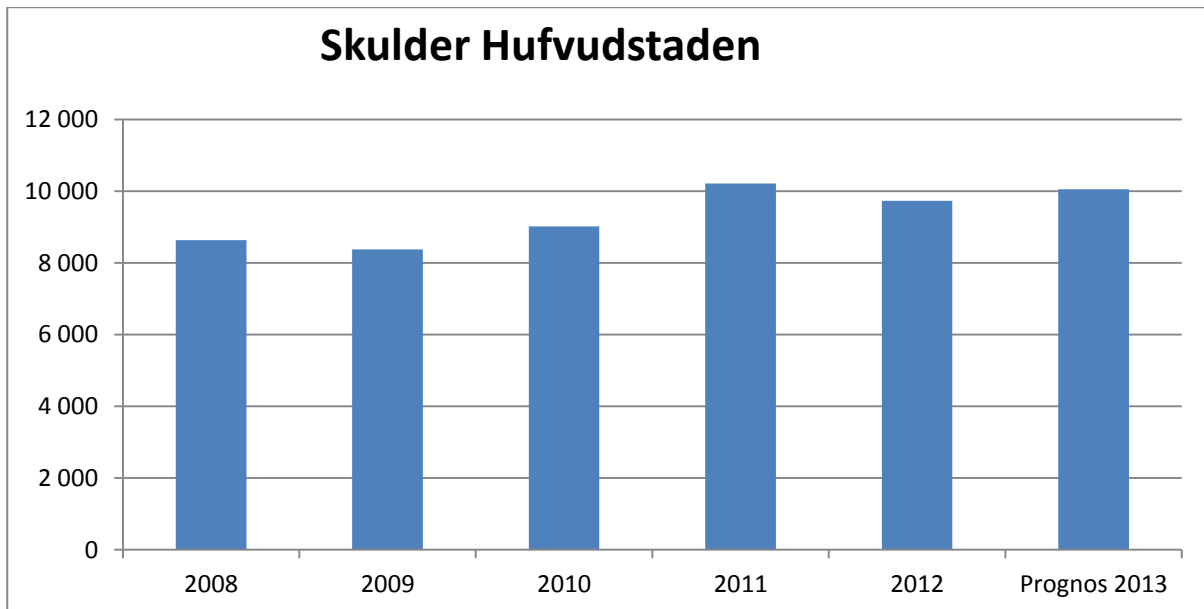
4.2.2 Substansvärde



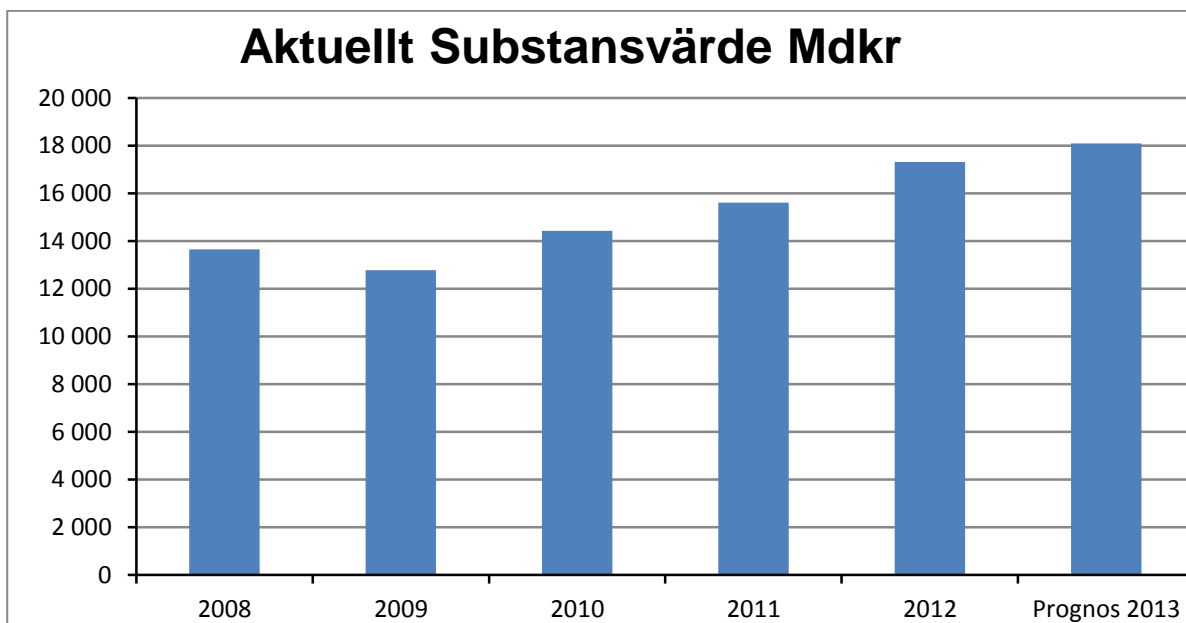
Likt Castellum har Hufvudstaden mestadels anläggningstillgångar som är förvaltningsfastigheter som sina viktigaste tillgångar, 2012 utgjorde dessa ca 97,5 % av de totala tillgångarna. Värderingen av förvaltningsfastigheterna har gjorts intern i företaget till verkligt värde där ortprismetoden ligger till grund. Hufvudstadens tillgångar har ökat från 2008 med en genomsnittlig tillväxt om ca 5 % per år. 2009 minskade tillgångarna till följd av värdeförändringar på förvaltningsfastigheterna.

⁷⁰ Hufvudstaden, Historia, 2013, <http://www.hufvudstaden.se/Om-oss/Snabbfakta/Historia/> [2013-11-12]

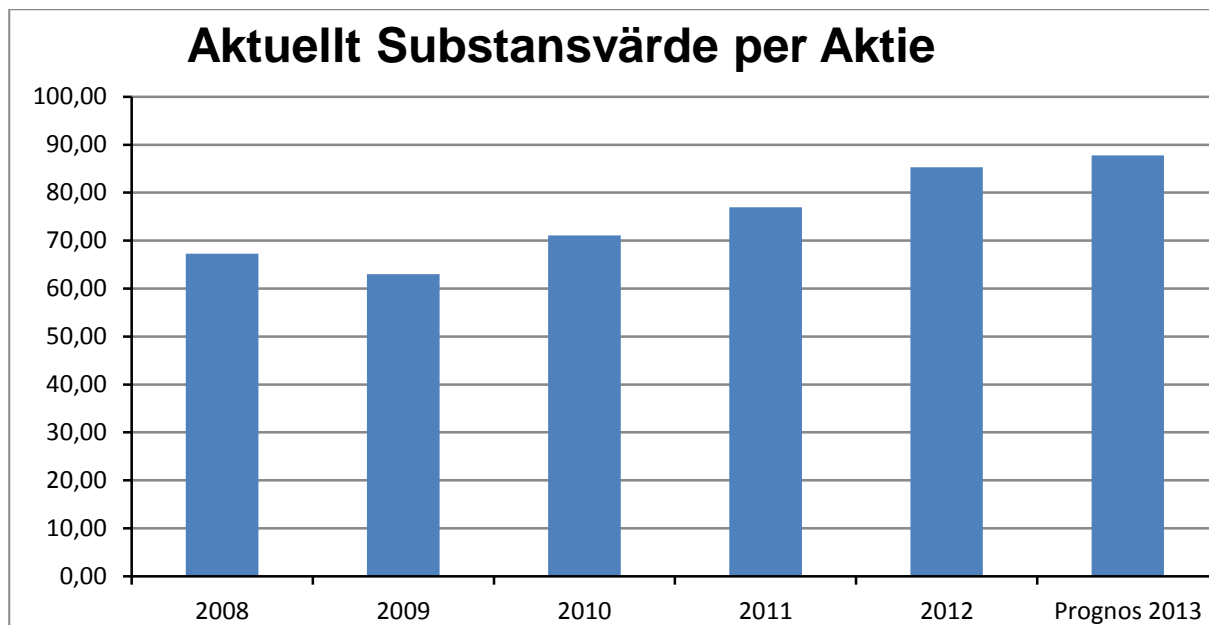
⁷¹ Hufvudstaden Årsredovisning 2012.



Hufvudstadens långfristiga skulder utgör 80 % av de totala där uppskjutna skatteskulder och långfristiga räntebärande skulder är de största posterna. De resterande 20 % utgörs av kortfristiga skulder där de kortfristiga räntebärande skulderna dominerar.



Aktuellt substansvärde är likt Castellum beräknat med justeringar i eget kapital där verklig uppskjuten skatt används istället för nominell uppskjuten skatt. Från 2009 syns en tydlig ökning i substansvärdet och detta kan förklaras med att ökningen i tillgångarna har varit större än för skulderna. Nedgången 2009 kan förklaras med minskade tillgångar till följd av ekonomiska krisen där Hufvudstadens förvaltningsfastigheter värderades lägre än föregående år.



Hufvudstadens aktiepris från substansvärderingen uppgick till 85,33 kr och antal aktier var 202 996 869 st. Det totala värdet av Hufvudstaden från substansvärderingen 17,321 Mdkr.

4.2.3 Kassaflödesvärdering, DCF-modellen

Hufvudstadens historiska kassaflöden har de senaste 5 åren haft tillväxt vilket leder till att de förväntade kassaflöden också antas öka i framtiden. 2013 års prognos är en betydligt högre än 2012 vilket förklaras med sänkt bolagsskatt. Även vid beräkningar av Hufvudstadens aktievärde krävs det först att uppskattningar och prognostiseringar görs om företagets framtida kassaflöden.

Hufvudstaden har under de fem senaste åren med undantag för 2011 haft stadigt ökande kassaflöden vilket kan ses i tabellen nedan.

Vid beräkning av aktievärdet krävs först en uppskattning om framtida kassaflöden, både historiska och förväntade kassaflödet för Castellum har en avtagande trend bortsett från 2013 då kassaflödet blir betydligt högre än föregående år. Detta bero på att bolagsskatten som sänks 1 januari 2013 från 26,3 % till 22 %.

Betavärde har beräknats till 0,55 för fas 1 och 1,0 för fas 2, betavärde för fas 1 se bilaga 7. Detta värde har använts för att beräkna CAPM i fas 1 som uppgår till 5,3 % och i fas 2 till 8 % WACC har med givna förutsättningar ovan uppskattats till 3,79 % för fas 1 respektive 6,02 % fas 2.

Hufvudstaden	Fas 1	Fas 2
Beta	0,55	1
Marknadens avkastningskrav	8%	8%
Risfri Ränta	2%	2%
Marknadens Riskpremie	6%	6%
CAPM	5,30%	8,0%
WACC	3,79%	6,02%

Här presenteras de kassaflöden som har beräknats för Hufvudstaden:

ÅR	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018-Evigt
Fritt kassaflöde Mkr.	546	573	567	616	688	715	743	772	802	1 142,84

Fritt kassaflöde har varit ökande det senaste 4 åren. Prognosen för 2013-2017 är beräknad med 22 % i skatt jämfört med tidigare års skatt om 26,3 %. Detta ger oss en stor tillväxt från 2012 till 2013 men kan till stor del förklaras av skattesänkningen. Här nedan presenteras nuvärdesberäkningarna av företagets fria kassaflöden för fas1 enligt DCF-modellen:

$$V = \frac{688}{1,0379^1} + \frac{715}{1,0379^2} + \frac{743}{1,0379^3} + \frac{772}{1,0379^4} + \frac{802}{1,0379^5} = \mathbf{3\ 322,3\ Mkr}$$

3 322,3 Mkr är det beräknade nuvärdet av fas 1 som avser 2013 – 2017. Nästa steg i DCF-modellen är att beräkna nuvärdet av företagets framtida värdeskapande d.v.s. nuvärdet av fas 2. För att få fram nuvärdet av fas 2 måste först det fria kassa flödet för samma fas beräknas, Hufvudstadens fria kassaflöde för fas 2 har beräknats enligt följande:

$$\mathbf{FKFF\ fas\ 2 = 1377 \times (1 - 0,22) - (1948 - 1873) \times (-0,917) = 1\ 142,84\ Mkr}$$

Med hjälp av det fria kassaflödet kan nu slutvärdet och även nuvärdet för fas 2 beräknas även för Hufvudstaden. När nuvärdesberäkningarna görs av slutvärdet för fas 2 används Hufvudstadens diskonteringsränt för fas1.

$$\mathbf{Slutvärde = \frac{1142,84}{(0,0602 - 0,023)} = 30\ 721,37\ Mkr}$$

$$\mathbf{Nuvärde = \frac{30721,37}{(1,0379)^5} = 25\ 507,21\ Mkr}$$

När nuvärdet för både fas 1 och fas 2 är beräknat får vi fram företagsvärdet genom att addera båda fasernas värde. Genom att dra bort Hufvudstadens skulder år 2012 får vi fram värdet på företagets egna kapital. Värdet på företagets skulder uppgick enligt årsredovisningen till 9 732,2 Mkr.

$$\mathbf{Företagsvärde = 3\ 322,3 + 25\ 507,21 = 28\ 829,52\ Mkr}$$

Enligt våra beräkningar av Hufvudstaden med hjälp av DCF-modellen uppgår företagets egna kapital till 19 097,32 Mkr vilket ger oss ett aktie pris på 94,08 kr då företaget har 202 996 869 st. utestående aktier.⁷²

4.2.4 Sammanfattning av Hufvudstadens företagsvärde från beräkningar samt börsvärdet

Den 28/12 2012 stod priset på Hufvudstadens aktie till 81,95 kr/aktie, detta motsvarar ett företagsvärde på 16,636 Mdkr. Detta jämförs med Substansvärdet som visar 85,33 kr/aktie samt ett värde på hela Hufvudstaden som uppgår till 17,321 Mdkr. DCF-modellen visar att priset på Hufvudstaden bör vara 94,08 kr/aktie och ett företagsvärde på 19,097 Mdkr.

⁷² Avanza, Hufvudstaden, <https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5287/hufvudstaden-a> [2013-12-18]

5. Analys av empirin

I detta avsnitt kommer de faktorer vi använt i empirin att analyseras och förklaras, detta kan ses som en hjälp till att få en större förståelse av den framställda empirin.

5.1 Substansvärdering på Castellum och Hufvudstaden

För att beräkna substansvärdet krävs tillgångarnas och skuldernas verkliga värde. Eftersom både Castellum och Hufvudstaden har redovisat verkligt värde på sina fastigheter i balansräkningen utgår vi från dessa. Den uppskjutna skatten och skatteskulden som används för att beräkna aktuellt substansvärde är hämtad från företagets årsredovisningar. För att kunna göra en jämförelse med marknadsvärdet på företagets aktier har vi beräknat aktuellt substansvärde per aktie.

Prognoser för 2013 års aktuella substansvärde är skattade med hjälp av genomsnittlig tillväxt av posterna, tillgångar, skulder, uppskjuten skatt och skatteskuld. Prognosen bygger på antaganden om att dessa poster växer kontinuerligt av genomsnittlig tillväxt de senaste 5 åren och inga avvikande händelser är behandlade. Både Castellum och Hufvudstaden en relativt jämn ökning i tillgångar och skulder vilket gör att prognosen kan ses som en bra uppskattning av 2013 års aktuella substansvärde.

5.2 DCF-beräkning på Castellum och Hufvudstaden

5.2.1 CAPM

Beräkningen för CAPM kräver en mängd antaganden, där vårt första steg var att beräkna företagets betavärde. Den kortsiktiga beta-värd är beräknat med hjälp av 2012 års aktiepriser jämfört med 2012 års index, där vi använde OMX 30. Vid användning av priser från fler gick betavärdet mot ett betydligt lägre tal vilket vi ansåg avvika från dagens situation samtidigt som vårt beräknade beta för 2012 var en god approximation av dagens betavärde för både Castellum och Hufvudstaden.

Det två ytterligare komponenter som behövs för CAPM är riskfri ränta och marknadens riskpremie. Där den riskfria ränta uppgick till 2 % hämtad från en statsobligation med duration på 10 år. Riskpremien för den Svenska marknaden är uppskattad i PWC rapport om marknadspremie på den Svenska marknaden till 6 %. Ett kortsiktigt avkastningskrav (fas 1) har beräknats på ett tillförlitligt sätt för båda företagen. Den långsiktiga är betydligt svårare att beräkna på ett tillförlitligt sätt då variation i räntor, soliditet och betavärde är svåra att prognostisera. Det långsiktiga betavärdet för Castellum och Hufvudstaden har vi valt att sätta till 1.0 vilket motsvarar index för den Svenska aktiemarknaden. Riskfria räntan och marknadens riskpremie är låsta till dagens värde även här för båda bolagen. Castellums soliditet har varit av avtagande karaktär under vår analys period, 2012 uppgick soliditeten till 33 % av totala tillgångar. Trots den avtagande trenden ser vi ett behov från Castellums sida att vända trenden och öka sin soliditet. Den långsiktiga soliditeten är därför uppskattad till 40 %, skulderna i förhållande till totalt kapital blir således 60 %.

Hufvudstadens soliditet har däremot en ökande trend under analysperioden men detta anser vi kommer att plana ut till ett mer stabilt värde om 65 % från dagens 59 %. Dessa antaganden är endast uppskattade värden och kan inte ses som ett fullständigt korrekt mått på komponenterna.

5.2.2 Weight average capital cost

Med hjälp av ägarnas avkastningskrav eller så kallat CAPM har WACC beräknats både på kort- och lång sikt. För den långa WACC krävs antaganden av framtiden som kan vara svåra att prognostisera. På kort sikt har inga antagande gjorts utan siffrorna kommer från respektive företags årsredovisning. WACC för Castellum på kortsikt är beräknad till 3,79 %. där skatten 22 % används då bolagskatten sänks från 1 januari 2013. Även för Hufvudstaden uppgår WACC på kort sikt till 3,79 % och även här har 22 % skatt använts.

WACC på långsikt kräver uppskattning om soliditet, skuldränta samt bolagsskatt. Soliditeten för Castellum år 2012 uppgick som vi tidigare skrivit till 33 % och har som sagt minskat de senaste åren. Trots detta anser vi att Castellum kommer öka sin soliditet i framtiden för att ha en stabil kapitalstruktur. 40 % i soliditet på långsikt har använts i beräkningarna vilket motsvarar 60 % skuldsättning. Skuldräntan är idag på 3,6 % och förväntas vara stabil kring detta värde då Castellums skulder främst har lång löptid. Den nysänkta bolagsskatten till 22 % används som prognostiserade långsiktig skatt. Med givna antagande och ägarnas avkastningskrav är WACC på lång sikt för Castellum beräknad till 4,885 %

För Hufvudstaden har samma antagande gjorts för bolagsskatt och där skuldräntan även här låst till dagens värde vilket motsvarar ett genomsnitt för 2012 på 2,1 %, i fas 2 har vi gjort antagandet att räntan kommer stiga till 3 % då framtiden för fastighetsmarkanden kommer bjuda på både bra och dåliga tider. Soliditeten 2012 uppgick till nästan 59 %, en soliditet som ökat de senaste åren. På lång sikt har vi gjort uppskattningen att ökningen kommer att plana ut då det inte är effektivt att endast använda eget kapital som finansieringspost. En soliditet om 65 % på lång sikt vore rimlig och medför en skuldsättning om 35 %. Med dessa antagande har WACC beräknats till 3,79 % på kort sikt och 6,02 % på lång sikt. WACC används sedan för att diskontera kassaflöden där små variationer i WACC gör att företagsvärdet från DCF-modellen varierar betydligt kraftigare.

5.2.3 DCF-Modellen

Vid beräkning av företagsvärdet med hjälp av DCF-modellen är antaganden från beta, CAPM och WACC givna. Castellums aktievärde uppgår enligt vår beräkning till 15,5 Mdkr vilket motsvarar ett aktiepris på 90,12 kr. Detta pris jämförs med priset på företagets aktier på börsen som i slutet av 2012 uppgick till 92,3 kr. Vårt beräknade pris kan ses som en god approximation till det verkliga aktiepriset, detta då markanden är känslig för störningar så som spekulationer och rykten.

Hufvudstadens värde från DCF-modellens beräkningar till 19,097 Mdkr vilket ger ett pris per aktie på 94,08 kr, detta kan jämföras med börspriset för aktien som i slutet av 2012 stod i 81,95 kr. skillnaden är stor och kan bero på våra antaganden om framtiden har varit felaktiga eller att aktie har reagerat kraftigt av okänd anledning och därför varit betydligt mycket lägre än vårt beräknade värde.

6. Diskussion och Slutsats

I diskussionen och slutsatsen jämförs och analyseras de resultat vi har fått fram från våra beräkningar samt att detta resultat analyseras gentemot frågeställningarna och teorin. Till sist kommer även förslag till framtida forskning att presenteras.

Syftet med rapporten var att skapa en förståelse för perspektivproblematiken vid värdering av företag där följande frågeställningar utformades:

- Hur värderas ett företag praktiskt utifrån dess kassaflöden respektive substansvärde?
- Hur skiljer sig det värdet vi har fått i våra modeller gentemot det värdet som finns på börsen? Om skillnader uppstår vad kan dessa bero på?

I vår första frågeställning ville vi ta reda på hur man faktiskt gör för att värdera ett företag med de två valda värderingsmodellerna, substansvärdering och DCF-värdering. Vi känner att vi har lyckats få fram realistiska värden från båda modellerna trots svårigheterna som modellerna har medfört. Svaret på den första frågeställningen som handlar om hur ett företag värderas utifrån de två valda modellerna har besvarats i det tidigare avsnittet empiri och kommer därför inte i detalj att besvaras i detta avsnitt igen.

Här presenteras nu de tre värdena för både Castellum och Hufvudstaden per aktie som vi har fått fram i våra beräkningar, analys av modellerna ges i varsitt avsnitt nedan, vilket är ett försök att besvara frågeställning 2. Även det totala företagsvärdet presenteras i den andra tabellen för att ge en bättre helhetsbild och detta värde är presenterat i miljarder kronor.

Företagsvärde/Aktie 2012	DCF-Värde	Substansvärde	Marknadsvärde
Hufvudstaden Företagsvärde	94,08	85,33	81,95
Castellum Företagsvärde	90,12	85,40	92,30

Företagsvärde Mdkr 2012	DCF-Värde	Substansvärde	Marknadsvärde
Hufvudstaden Företagsvärde	19,1	17,321	16,636
Castellum Företagsvärde	15,5	14,689	15,876

6.1 Substansvärdering

Substansvärderingsmodellen för valda bolag är den modell där inga antagande eller prognoser gjorts. Modellen bygger endast på kända fakta från respektive företags balansräkning och kan därför ses som en bra modell för att beräkna ett företags värde om endast nuvarande tillgångar och skulder tas med. Substansvärdet kräver för många företag att själva företaget säljas för att man skall få en uppfattning om pris på tillgångar som ibland kan vara väldigt svåra att värdera. Justeringar kan dock göras för att få en uppfattning verkligt värde men är ibland svårt att med stor tillförlitlighet använd justeringar.

Fördelen med substansvärde för fastighetsbolag är att varje år görs en omvärdering av bolagets fastigheter vilket medför att tillgångarna alltid redovisas till aktuellt värde. Detta gör att fastighetsbolag som har stora andelar förvaltningsfastigheter som totala tillgångar får ett bra uppskattat nuvärde på dessa vilket leder till ett rättvisande substansvärde. Både Castellum och

Hufvudstaden har stor andel förvaltningsfastigheter som totala tillgångar och därför har ingen omvärdering av tillgångar och skulder gjorts i samband med substansvärderingen.

Nackdelen med substansvärdet är att framtida förväntningar inte tas med, detta gör givetvis att substansvärdet är mer tillförlitligt då inga prognoser görs men samtidigt går man miste om spekulationer kring morgondagen. Vid ökande konjunktur är ofta substansvärdet lägre än marknadsvärdet. Detta beror på att marknadsvärdet inkluderar framtida intäkter som förväntas tillfalla företaget vid konjunkturuppgång. Motsatsen blir således högre substansvärde vid vikande konjunktur.

För Castellum erhålls ett aktuellt substansvärde om 85,40 kr per aktie år 2012 samtidigt som börsvärdet vid bokslutet 2012 uppgick till 92,30 kr/aktie. Enligt substansvärdet blir således Castellum övervärderat sett från endast tillgångar med avdrag för skulderna.

Hufvudstaden är i sin tur undervärderat sett från substansvärdet kontra marknadsvärdet då aktuellt substansvärde uppgår till 85,33 kr/ Aktie jämfört med ett marknadsvärde på 81, 95 kr/Aktie 2012.

Varför skillnaderna uppstår mellan substansvärdet och marknadsvärdet är svårt att analysera men i Castellums fall kan det bero på börsen just nu har en stark framtidstro på företaget vilket har stärkt aktien. Vidare kan vi då anta att markanden inte har lika god framtidstro på Hufvudstaden vilket har gjort att deras börsvärde är lägre än deras substansvärde. Eftersom substansvärdet är ett konkret värde i företagen kan vi konstatera att börspriset bör ligga runt detta värde men det är slutligen markandens efterfråga på bolaget som styr priset, vilket kan vara både högre och lägre än substansvärdet. Eftersom det är svårt att förutspå det pris som kommer att uppstå på markanden är det också svårt att besvara frågeställningen varför det uppstår skillnader mellan substansvärdet och marknadsvärdet oberoende av företag, för detta krävs en mer specifik analys av de företag man vill undersöka.

6.2 DCF-Modellen

DCF-modellen ger oss med hjälp av att diskontera det fria kassaflödet som vi tror företaget kommer att ha i framtiden ett resultat som berättar vad företaget enligt denna modell skulle vara värt vid en eventuell försäljning. Som man kan se i diagrammet ovan har vi genomgående fått höga värden från beräkningarna från DCF-modellen, för Hufvudstaden var det betydligt högre än både substansvärdet och marknadsvärdet och för Castellum var DCF-värdet det näst högsta efter marknadsvärdet. Det vi kan konstatera med DCF-modellen är att den genomgående har gett oss höga företagsvärden. Kanske ger modellen oss ett allt för högt värde på företagen?

DCF-modellen bygger på en rad olika antaganden om räntor, soliditet, tillväxttakt mm. Antaganden som måste göras börjar redan vid beräkningen av betavärdet då vi var tvungna att göra ett antagande om hur långt tillbaka i tiden vi skulle hämta historisk data för de både aktiekurserna och för markandens Index. Tittar vi sedan på beräkningarna av WACC och CAPM i exempelvis fas 2 så måste antaganden om soliditeten och skuldsättningen göras. Här upptäckte vi att väldigt små skillnader i vad vi antog att soliditeten skulle vara i framtiden gjorde väldigt stora skillnader i det totala företagsvärdet. Vi valde att anta en soliditet om 65 % i framtiden för Hufvudstaden vilket gav ett värde på ca 19,1 miljarder kronor, hade vi istället antagit att Hufvudstadens soliditet i framtiden hade varit 60 % hade värdet på företaget blivit ca 21,29 miljarder kr. Detta är bara ett exempel på hur avgörande dessa antaganden är men när en värdering görs enligt DCF-modellen ställs man flera gånger inför beslut som kommer påverka det slutliga värdet av företaget man värderar.

Varför stämmer då inte DCF-modellens värde med börsens värde, mycket av förklaringen tror vi ligger i stycket ovan. Att modellen bygger på så mycket antaganden gör att vi i teorin hade kunnat skapa ett värde från denna modell som stämmer överens helt med börsens värde, även om vi inte

använder oss av orealistiska antaganden. Så i praktiken kan vi skapa det värde vi vill med denna modell. Detta måste ses som en svaghet med DCF-modellen, inte bara för att det blir så stora skillnader i företagsvärdet utan även för att det kräver att den som utför värderingen har god insyn i bolaget och tror sig veta hur bolaget kommer agera och prestera i framtiden. Med tanke på att modellens resultat kraftigt kan manipuleras med olika antaganden är modellen inte lämplig att använda som ensam modell utan företagsvärdet bör kompletteras av fler modellers resultat. De bör dock tilläggas att i Hufvudstadens fall är aktien lågt värderad, kanske är det så att marknaden har fel då både vårt beräknade DCF -värde och substansvärdet överstiger markandspriset på börsen.

6.3 Slutsats

Vi kan inte se att någon modell skulle vara att föredra då modellerna är starkt beroende av företagets miljö och omvärld. Vilken av dessa metoder är då bäst, det beror på vad man vill uppnå. Är det en försäljning där företagsvärderingen görs från köpande part vill man självklart betala så lite som möjligt. För Castellum hade således substansvärderingen varit mest fördelaktigt för köpande part men DCF-modellen hade varit att föredra för säljande part då detta ger ett större företagsvärde. Substansvärderingen är den värdering som vi anser ger det stabilaste och mest tillförlitliga värdet även om det i många fall visar ett för lågt värde på företaget. Om det visar sig att spekulanterna av ett bolag inte vill erbjuda mer pengar än vad substansvärderingen visar är det lönsammare för säljaren att sälja av alla tillgångar och ta ut kapitalet för att sedan likvidera företaget. DCF-modellen ger oss ett betydligt högre värde vilket kan förklaras av att modellen beaktar framtida förväntade vinster som tillfaller företaget. Det enda konkreta samband vi har hitta utifrån vårt resultat är att DCF-modellen genomgåend ger ett högre värde än vad substansvärderingen gör.

När ett bolag skall värderas och eventuellt säljas anser vi därför att flera modeller bör användas för att få ett så tillförlitligt värde som möjligt. Att de olika värderingsmodellerna inte ger samma värde och att DCF-modellen i båda fallen har varit högre än det värde som substansvärderingsmodellen visade ger oss i alla fall ett samband.

Det intressanta är dock varför markandsvärdet alltså det värde som en aktie säljs för på börsen i Hufvudstadens fall ger oss det lägsta värdet och i Castellums fall det högsta värdet.

Att det inte finns något samband mellan den två modellerna och börsens värde är sedan tidigare konstaterat och det blir ännu tydligare med vårt resultat. Men vad är det då som styr aktiepriset på börsen, är det så att köpare som finns på marknaden inte har någon kunskap eller insikt i de bolag/aktier som de investerar i eller är det markandens psykologi och de spekulationer som sker kring de börsnoterade bolagen som är anledningen till detta? På denna fråga har vi inget bra svar men det kan vara detta som ligger till grund för att vårt resultat från modellerna skiljer sig från börsens värde.

6.4 Förslag på framtida forskning

Efter att uppsatsen nu är klar har vi kommit fram till att det hade varit intressant att på ett djupare plan analysera varför aktiepriset på börsen beter sig som det gör, det hade även varit intressant att analysera och jämföra de två modellernas värde på fler bolag inom fastighetsbranschen med deras börsvärde, på detta vis hade vi på ett ännu tydligare sätt kunnat styrka eller dementera de slutsatser vi har kommit fram till.

En möjlighet till fortsatt forskning med detta ämne är inriktad sig mer på varför antagandena som måste göras i DCF-modellen blir så utslagsgivande som det blir men även försöka ta reda på hur man på ett tillförlitligare sätt kan göra korrekta antaganden.

8. Referenser

BÖCKER

A

Andersen, Heine (red.), Vetenskapsteori och metodlära: introduktion, Studentlitteratur, Lund, 1994

D

Damodaran, Aswath, Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance, 2nd ed., Johan Wiley, Hoboken, N.J., 2006

H

Hult, Magnus, Värdering av företag, 3. [d.v.s. 6.] uppl., Liber ekonomi, Stockholm, 1998

L

Lundén, Björn & Ohlsson, Gunnar, Värdering av företag: [praktisk handbok: köp, försäljning, skilsmässa, kompanjonavtal, generationsskifte, bouppteckning, kreditbedömning mm], 1:a uppl., Björn Lundén information, Näsviken, 2007

N

Nilsson, Henrik, Isaksson, Anders & Martikainen, Teppo, Företagsvärdering: med fundamental analys, Studentlitteratur, Lund, 2002

P

Penman, Stephen H., Financial statement analysis and security valuation, 2. ed., McGraw-Hill/Irwin, Boston, Mass., 2003

Penman, Stephen H., Financial statement analysis and security valuation, 5th ed., McGraw-Hill Higher Education, New York, 2012

Pettersson, K-H, Aktiemarkandens Anomalier: något om varför aktiemarknadens exempellösa uppgång inte kommer att kunna fortsätta, uppl. 1, Göteborg: Groveda, 1996

PWC, Företagsvärdering: [översikt av området baserat på erfarenhet], [Ny uppl.], Öhrlings PricewaterhouseCoopers, Stockholm, 2005

R

Runesson, Emmeli, Företagsanalys - Delkurs i Externredovisning Lektionsunderlag

S

Soffer, Leonard C. & Soffer, Robin J., Financial statement analysis: a valuation approach, Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ, 2003

W

Wallén, Göran, Vetenskapsteori och forskningsmetodik, 2:a uppl., Studentlitteratur, Lund, 1996

Ö

Öhrlings PricewaterhouseCoopers, Företagsvärdering: översikt av området baserat på erfarenhet, Lund: studentlitteratur, 2007

Elektroniska publikationer:

Avanza <https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5353/castellum> [2013-12-02]

Avanza <https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5287/hufvudstaden-a> [2013-12-18]

Dagens Industri <http://www.di.se/amnen/castellum/> [2013-11-12]

FAR online Föreställningsramen <http://www.faronline.se.ezproxy.ub.gu.se/Dokument/IAS0001/> [2013-11-14]

Göteborgs universitet, Källkritik <http://www.ub.gu.se/skriva/kallkritik/> [2013-11-08]

Hufvudstaden hemsida <http://www.hufvudstaden.se/Om-oss/Snabbfakta/Historia/> [2013-11-12]

Nasdaq OMX Obligationer <http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/sweden> [2013-11-27]

PWC Marknadesperiem http://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2013.pdf [2013-11-18]

PWC, Riskpremien på den svenska aktiemarknaden
http://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/pdf/riskpremiestudien-2013.pdf [2013-11-27]

Årsredovisningar:

Castellum Årsredovisning 2012,

http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2012/Svensk/castellum_ar_2012/castellum-filer/pdf/Arsredovisning_2012.pdf [2013-11-10]

Castellum Årsredovisning 2011

http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2011/Svensk/castellum_ar_2011/castellum-filer/pdf/Arsredovisning_2011.pdf [2013-11-10]

Castellum Årsredovisning 2010

http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Arsredovisningar/2010/Svensk/castellum_ar_2010/castellum-filer/pdf/Arsredovisning_2010.pdf [2013-11-10]

Castellum Årsredovisning 2009

http://www.castellum.se/fileadmin/uploads/fileadmin2/Arsredovisningar/2009/Svensk/castellum_ar_2009/castellum-filer/pdf/Arsredovisning_2009.pdf [2013-11-10]

Castellum Årsredovisning 2008

http://www.castellum.se/fileadmin/uploads/fileadmin2/Arsredovisningar/2008/Svensk/castellum_ar_2008/castellum-filer/pdf/Arsredovisning_2008.pdf [2013-11-10]

Hufvudstaden Årsredovisning 2012 [http://www.hufvudstaden.se/Documents/IR-](http://www.hufvudstaden.se/Documents/IR-dokument/Samtliga%20årsredovisningar/Svenska/Årsredovisning%202012.pdf)

[dokument/Samtliga%20årsredovisningar/Svenska/Årsredovisning%202012.pdf](http://www.hufvudstaden.se/Documents/IR-dokument/Samtliga%20årsredovisningar/Svenska/Årsredovisning%202012.pdf) [2013-11-10]

Hufvudstaden 2011 [http://www.hufvudstaden.se/Documents/IR-](http://www.hufvudstaden.se/Documents/IR-dokument/Samtliga%20årsredovisningar/Svenska/Årsredovisning%202011.pdf)

[dokument/Samtliga%20årsredovisningar/Svenska/Årsredovisning%202011.pdf](http://www.hufvudstaden.se/Documents/IR-dokument/Samtliga%20årsredovisningar/Svenska/Årsredovisning%202011.pdf) [2013-11-10]

Hufvudstaden 2010 <http://www.hufvudstaden.se/Documents/IR-dokument/Samtliga%20årsredovisningar/Svenska/Årsredovisning%202010.pdf> [2013-11-10]

Hufvudstaden 2009 <http://www.hufvudstaden.se/Documents/IR-dokument/Samtliga%20årsredovisningar/Svenska/Årsredovisning%202009.pdf> [2013-11-10]

Hufvudstaden 2008 <http://www.hufvudstaden.se/Documents/IR-dokument/Samtliga%20årsredovisningar/Svenska/Årsredovisning%202008.pdf> [2013-11-10]

Bilaga 1, Substansvärde Castellum

År	Castellum		Tillväxt	Genomsnittlig tillväxt								
	Tillgångar Caste											
2008	29 404											
2009	29 476	0,24 %										
2010	31 936	8,35 %										
2011	34 171	7,00 %										
2012	36 631	7,20 %	5,70 %									
Prognos 2013	38718	5,70 %										
Skulder:	Skulder Castelli	Tillväxt	Genomsnittlig									
2008	19 355											
2009	19 784	2,22 %										
2010	20 845	5,36 %										
2011	22 968	10,18 %										
2012	24 566	6,96 %	6,18 %									
Prognos 2013	26084	6,18 %										
Aktuellt Substansvärde 2008												
Substansvärde	10 049											
Derivat	2785											
Uppskjuten skatt	-529											
Aktuellt substansvärde	12 305											
Per aktie	71,54											
Aktuellt Substansvärde 2009												
					Aktuellt s	Aktuellt substansvärde			Aktuellt s	Aktuellt susbtansvärde / aktie		
Substansvärde	9 692				2 008	12 305			2008	71,54		
					2 009	11 979			2009	69,64		
Uppskjuten Skatt	2824				2 010	13 922			2010	80,94		
Skatt	-537				2 011	14 196			2011	82,53		
Aktuellt substansvärde	11 979				2 012	14 689			2012	85,40		
					Prognos 20	15378			Prognos 20	89,40		
Per aktie	69,64											
Aktuellt Substansvärde 2010												
Substansvärde	11 091											
Uppskjuten skatt	3502											
Skatt	-671											
Aktuellt substansvärde	13 922											
Per aktie	80,94											
Aktuellt Substansvärde 2011												
Substansvärde	11 203											
Uppskjuten skatt	3714											
Skatt	-721											
Aktuellt substansvärde	14 196											
Per aktie	82,53											
					2008	2009	2010	2011	2012	2013		
					-529	-537	-671	-721	-686	-736		
Aktuellt Substansvärde 2012						2 %	25 %	7 %	-5 %	7,27 %		
Substansvärde	12 065											
Uppskjuten skatt	3310											
Skatt	-686											
Aktuellt substansvärde	14 689											
					Derivat	Värde	tillväxt	Genomsnittlig tillväxt		Uppskjuten skatt	Tillväxt	Genomsnit
Per aktie	85,40				2008	966				2008	2785	
					2009	865	-10,46 %			2009	2824	1,40 %
Aktuellt Substansvärde 2013					2010	574	-33,64 %			2010	3502	24,01 %
					2011	1003	74,74 %			2011	3714	6,05 %
Substansvärde	12634	(Tillgångar - Skulder)			2012	1105	10,17 %	10,20 %		2012	3310	-10,88 %
					Prognos 20	1218	10,20 %			Prognos 20	3480	5,15 %
Uppskjuten skatt	3480	(Snitt 5 år, prognos										
Skatt	-736	(Snitt 5 år, prognos										
Aktuellt substansvärde	15378											
					(Snitt 5 år, prognos							
Per aktie	89,40											

Bilaga 2, Kassaflöde Castellum

CASTELLUM	2009	2010	2011	2012	Genomsni	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omsättning	2 694	2 759	2 919	3 073	4,49 %	3 211	3 355	3 505	3 663	3 827	3 998
% omsättning		2,4 %	5,8 %	5,3 %		4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Totala Kostnader	-1 566	-1 619	-1 665	-1 825	5,23 %	-1 921	-2 021	-2 127	-2 238	-2 355	-2 479
% kostnad / omsättning	58,1 %	58,7 %	57,0 %	59,4 %		59,8 %	60,2 %	60,7 %	61,1 %	61,5 %	62,0 %
EBITDA	1 128	1 140	1 254	1 248	3 %	1 290	1 334	1 378	1 424	1 472	1 520
% marginal	41,9 %	41,3 %	43,0 %	40,6 %		40,2 %	39,8 %	39,3 %	38,9 %	38,5 %	38,0 %
Avskrivning / nedskrivning	-7	-6	-6	-9	8,74 %	-10	-11	-12	-13	-14	-15
EBIT	1 121	1 134	1 248	1 239	3,39 %	1 281	1 323	1 367	1 412	1 458	1 505
							3,33 %	3,31 %	3,28 %	3,26 %	
Finansiella In och ut (inkl investeringar)	-541	-574	-660	-683	8,08 %	-738	-798	-862	-932	-1007	-1089
Skatt	-295	-298	-328	-326	3,39 %	-282	-291	-301	-311	-321	-331
Återförning av Avskrivningar	7	6	6	9		10	11	12	13	14	15
Fritt Kassaflöde	292	268	266	239		270	245	215	182	144	100

Bilaga 3, DCF- beräkning Castellum

Castellum		Fas 1	Fas 2					
Beta		0:63	1		Eget Kapi	12065	Eget Kapi	33 %
Marknadens avkastningskrav		8 %	8 %		Skulder	24566		
Riskfri Ränta		2 %	2 %		Totalt	36631		
Markandens Riskpremie		6 %	6 %					
CAPM		5,78 %	8,0 %					
WACC		1,90 %	3,20 %					
		1,88 %	1,68 %					
WACC		3,79 %	4,885 %					
ÅR	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Totalt:	Eviqt
Fritt Kassaflöde		270	245	215	182	144		1217,351
								47092,89
Värde år 2012	=	260,15	227,45	192,31	156,86	119,58	956,34	
	Nuvärde fas 2		39100,09					
	Nuvärde Fas 1		956,34					
	Företagsvärde		40056,43					
	- Skulder		24556					
	Eget kaptial		15500,4					
			90.12					

Bilaga 4, Substansvärde Hufvudstaden

Hufvudstaden									
År	Tillgångar/Hufvudstaden	Tillväxt	Genomsnittlig tillväxt						
2008	19 584								
2009	18 400	-5,02 %							
2010	20 539	10,42 %							
2011	22 695	10,50 %							
2012	23 653	4,22 %	5,03 %						
Prognos 2013	24843	5,03 %							
Skulder: Skulder Hufvudstaden									
År	Tillväxt	Genomsnittlig							
2008	8 534								
2009	8 374	-3,01 %							
2010	9 013	7,63 %							
2011	10 208	13,26 %							
2012	9 732	-4,66 %	3,30 %						
Prognos 2013	10054	3,30 %							
AktuelltSubstansvärde 2008									
Substansvärde	10 950								
Återläggning:	4405,50								
Uppskjuten skat	-1700								
Skatt	13 656								
Per aktie	67,27								
AktuelltSubstansvärde 2009									
Substansvärde	10 226		Aktuellt Substansvärde Mdkr						
Återläggning:	4 161,20		2008	13 656					
Uppskjuten skat	-1600		2009	12 787,20					
Skatt	12 787		2010	14 429,10					
Aktuelltsubstar			2011	15 618					
			2012	17 321					
			Prognos 2013	18104					
Per aktie	62,99								
AktuelltSubstansvärde 2010									
Substansvärde	11 526		Aktuellt Substansvärde per Aktie						
Återläggning:	4 603,10		2008	67,27					
Uppskjuten skat	-1700		2009	62,99					
Skatt	14 429		2010	71,08					
Aktuelltsubstar			2011	76,94					
			2012	85,33					
			Prognos 2013	87,77					
Per aktie	71,08		2008	2009	2010	2011	2012	2013	
			-1700	-1600	-1700	-1900	-1000	-1030,3	
			-5,88 %	6,25 %	11,76 %				
							3 %		
AktuelltSubstansvärde 2011									
Substansvärde	12 487								
Återläggning:	5031,3								
Uppskjuten skat	-1900	-1323,231							
Skatt	15 618								
Aktuelltsubstar									
Per aktie	76,94								
AktuelltSubstansvärde 2012									
Substansvärde	13 921								
Återläggning:	4400								
Uppskjuten skat	-1000								
Skatt	17 321								
Aktuelltsubstar									
Per aktie	85,33								
AktuelltSubstansvärde 2013									
Substansvärde	14789								
Återläggning:	4345								
Uppskjuten skat	-1030								
Skatt	18104								
Aktuelltsubstar									
Per aktie	87,77								

Bilaga 5, Kassaflöde Hufvudstaden

HUFVUDSTADEN	2009	2010	2011	2012	Genomsnitt	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omsättning	1 371,7	1 392,1	1 437,3	1 541,7	3,97 %	1 603	1 667	1 733	1 802	1 873	1 948
% omsättning		1,49 %	3,25 %	7,26 %		4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Totala Kostnader	-458,8	-477,4	-504,4	-490,2	2,23 %	-501	-512	-524	-535	-547	-560
% kostnad / omsättning	33,45 %	34,29 %	35,09 %	31,80 %							
EBITDA	912,9	914,7	932,90	1 051,50	4,8 %	1 102	1 154	1 209	1 266	1 326	1 388
Avskrivning / nedskrivning	-6	-4	-7	-7		-8	-8	-9	-9	-10	-11
		-31,67 %	80,49 %	-1,35 %	6,76 %						
EBIT	906,9	910,6	925,5	1 044,2	4,81 %	1 094	1 146	1 200	1 257	1 316	1 377
Finansiella In och ut	-128,1	-102,7	-122,3	-160,7	7,85 %	-173	-187	-202	-217	-234	-253
Skatt 26,3 % / 22 %	-238,5	-239,5	-243,4	-274,6	4,81 %	-241	-252	-264	-276	-289	-303
Återförning av av och ned	6	4	7	7		8	8	9	9	10	11
Fritt kassaflöde	546	573	567	616		688	715	743	772	802	821

Bilaga 6, DCF- beräkning Hufvudstaden

Hufvudstaden									
	Fas 1	Fas 2							
Beta	0,55	1							
Marknadens avkastningskrav	8,00 %	8 %							
Riskfri Ränta	2,00 %	2 %							
Markandens Riskpremie	6,00 %	6 %							
CAPM	5,30 %	8,0 %							
WACC	3,79 %	6,02 %							
ÅR		2013	2014	2015	2016	2017	Totalt:	Eviat	
Fritt Kassaflöde		688	715	743	772	802		1142.835	
Värde år 2012	=	662,88	663,74	664,54	665,27	665,88	3322,30	30721,37	
	Nuvärde fas 2	25507,21							
	Nuvärde Fas 1	3322,30							
	Företagsvärde	28829,52							
	- Skulder	9732,20							
	Eget kapital	19097,32							
	Aktiepris	94,08							

