



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Magisteruppsats
FEKP01
Januari 2008

Det Intellektuella kapitalets påverkan på aktievärdet

Författare:
Cecilia Englén
Sofia Wikstrand

Handledare:
Leif Edvinsson
Christer Kedström

Sammanfattning

- Titel:** Det Intellectuella kapitalets påverkan på aktievärdet
- Seminariedatum:** 2008-01-15
- Ämne/Kurs:** FEKP01 Magisteruppsats, 15 ects
- Författare:** Cecilia Englén
Sofia Wikstrand
- Handledare:** Leif Edvinsson
Christer Kedström
- Nyckelord:** bokfört värde, marknadsvärde, tillväxt, förnyelse, risk, förtroende förväntningar
- Syfte:** Vi ämnar med uppsatsen att utifrån ett antal faktorer analysera hur företag informerar om sitt Intellectuella kapital.
- Metod:** Undersökningen i denna uppsats bygger på tre "pelare" i form av tre informationskällor. Informationskällorna är börsanalytikens principer, bolagsanalyser och bokslutsanalyser. I den första delen har vi använt oss av intervjuer, och i de övriga delarna har vi granskat tre bolag som är listade på Stockholmsbörsen. Genom att använda oss av de tre olika pelarna, som ska ge information som är delvis oberoende av varandra, uppnår vi i vår undersökning både närhet och distans i analysen av information om det Intellectuella kapitalets påverkan på aktievärdet.
- Resultat:** I vår undersökning har vi kunnat definiera ett fåtal faktorer och händelser som media kommunicerar. De första faktorerna, expansion och förnyelse, är karakteristiska för de tre exempelföretagen, som alla har påverkat sitt innovationskapital genom expansion under 2007. Det andra nyckelordet, risk, visar att Intellectuellt kapital påverkas av makroekonomiska faktorer. Branschspecifika risker har också betydelse och utifrån dessa är det möjligt att utläsa om ett företags ledning är effektiv, med en gynnsam risk/benefit-balans. Risk är förknippat med möjligheter att påverka det Intellectuella kapitalet positivt. Vidare anser vi att förtroende är en av de viktigaste påverkande faktorerna på marknadsvärdet eftersom det spelar relativt liten roll om företaget har visat god lönsamhet om förtroendet är lågt för företaget. Resultat som lovas måste också uppnås.

Abstract

- Titel:** The influence of the Intellectual capital on the stock value
- Seminar date:** 2008-01-15
- Course:** FEKP01 Master thesis in Business Administration, 15 ECTS
- Authors:** Cecilia Englén
Sofia Wikstrand
- Advisors:** Leif Edvinsson
Christer Kedström
- Key words:** book value; market value; growth; renewal; risk; faith; expectations
- Purpose:** Our aim is to analyse, with help from a few factors, how companies inform about their Intellectual capital.
- Methodology:** The analysis in this essay is built on three “columns” in the form of three sources of information. The information sources are the views of the stock exchange analysts, business analyses, and balance-sheet analyses. In the first part we have held interviews, and in the other parts we have studied three companies listed on the Stockholm Exchange market. By using the three different “columns”, that will give information partly independent of each other, we gain both proximity and distance in our analysis of the influence of the Intellectual capital on the stock value.
- Result:** In our investigation we have been able to define a few factors and events that the press communicate. The first key words, expansion and renewal, characterize the three case companies, that all three have affected their innovation capital during 2007. The second key word, risk, shows that Intellectual capital is influenced by macroeconomic factors. Business specific risks are also of importance, and with these as a background it is possible to judge if the top management is effective, with a favourable risk/benefit balance. Risk is related to possibilities to influence the Intellectual capital in a positive way. Furthermore our view is that trust is one of the most important influential factors for the stock value, since it is of relatively little importance if the company has shown good profitability, if the trust in the company is low. Results that are prospected must also be fulfilled.

Innehållsförteckning

1 Inledning	7
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problemdiskussion	9
1.4 Syfte.....	10
1.5 Avgränsningar	10
2 Metod.....	12
2.1 Tillvägagångssätt	12
2.1.1 Börsanalytikers principer	12
2.1.2 Bolagsanalys	13
2.1.3 Bokslutsanalys.....	13
2.2 De tre pelarnas sammanhållning.....	13
2.2.1 Närhet och distans.....	14
2.2.2 Primär- och sekundärdata	14
2.2.3 Kvalitativ och kvantitativ ansats	15
2.3 Börsanalytikers principer	15
2.3.1 Intervjuer	15
2.3.1.1 Planering av intervjuer	15
2.3.1.2 Genomförande av intervjuer.....	16
2.4 Urval	16
2.4.1 Ericsson.....	16
2.4.2 Hennes & Mauritz	17
2.4.3 Odd Molly	17
2.5 Bolagsanalys.....	18
2.6 Bokslutsanalys	18
2.7 Validitet och Reliabilitet	19
3 Teoretisk referensram.....	21
3.1 Intellectuellt kapital	21
3.2 Icke-finansiella mätmetoder	21
3.2.1 Det Intellectuella kapitalets värdeschema	22
3.2.2 Intellectuellt kapitals mätbarhet	23
3.3 Finansiella mätmetoder	24
3.3.1 Marknadsvärde minus justerat eget kapital	24
3.3.2 Market-to-book-ratio	24
3.3.3 P/e-tal	25
3.3.4 P/s-tal	27
3.4 Aktivering av immateriella tillgångar i balansräkning	27
3.5 Tidigare forskning.....	28

4 Empiri	30
4.1 Börsanalytikers principer	30
4.1.1 Definition av Intellectuellt kapital.....	30
4.1.2 Betydande informationskällor vid aktievärdering	31
4.1.3 Faktorer som påverkar aktiens värde	31
4.1.4 Företag mer intresserade av Intellectuellt kapital än analytiker	32
4.1.5 Balansräkningens tidsperspektiv	33
4.1.6 Möjligheten att aktivera Intellectuellt kapital i balansräkningen	33
4.1.7 Intellectuellt kapitals påverkan på bolagets aktiepris	33
4.2 Bolagsanalys.....	35
4.2.1 Ericsson.....	35
4.2.1.1 Januari	35
4.2.1.2 Februari	36
4.2.1.3 Mars.....	36
4.2.1.4 April	36
4.2.1.5 Maj	36
4.2.1.6 Juni	37
4.2.1.7 Juli	37
4.2.1.8 Augusti	37
4.2.1.9 September.....	37
4.2.1.10 Oktober.....	37
4.2.1.12 November	38
4.2.2 Hennes & Mauritz	38
4.2.2.1 Januari	39
4.2.2.2 februari	39
4.2.2.3 Mars.....	39
4.2.2.4 April	39
4.2.2.5 Maj	40
4.2.2.6 Juni	40
4.2.2.7 Juli	40
4.2.2.8 Augusti	40
4.2.2.9 September.....	41
4.2.2.10 Oktober.....	41
4.2.2.11 November	41
4.2.3 Odd Molly	42
4.2.3.1 Maj	42
4.2.3.2 Juni	43
4.2.3.3 Augusti	43
4.2.3.4 Oktober.....	43
4.2.3.5 November	43
4.3 Bokslutsanalys	44
4.3.1 Marknadsvärde minus justerat eget kapital	44
4.3.2 Market-to-book ratio	45
4.3.3 P/e-tal	46
4.3.4 P/s-tal	47
5 Diskussion	48
5.1 Faktorer som är väsentliga i information om företag.....	49
5.1.1 Expansion och förnyelse	49

5.1.2 Risk	51
5.1.3 Förtroende.....	53
5.1.4 Förväntningar	55
5.2 Information och subjektivitet.....	56
5.2.1 Icke-finansiell information	56
5.2.3 Subjektivitet vid företagsvärdering.....	56
6 Slutsats och personlig reflektion	58
6.1 Slutsats	58
6.2 Personlig reflektion.....	60
7 Källförteckning	61
7.1 Publicerade källor.....	61
7.2 Opublicerade källor	64
7.3 Elektroniska källor	64
7.4 Muntliga källor	65
7.5 Källor till Bolagsanalysen	65
Bilaga 1 Intervjumall.....	70
Bilaga 2 Ericsson	71
Bilaga 3 Hennes & Mauritz.....	72
Bilaga 4 Odd Molly	73

1 Inledning

I detta kapitel presenteras inledningsvis bakgrund till det ämne som vi har valt att undersöka. Därefter förs en diskussion kring problematiken gällande vilken information som påverkar aktievärdet samt Intellektuellt kapital och dess tidsvärde. Avslutningsvis presenteras vår frågeställning, syfte och avgränsningar.

1.1 Bakgrund

I dag karakteriseras den verklighet vi varje dag möter av en immateriell rikedom. Vad menas då med detta uttryck? En förklaring kan vara att intellektet har betydelse och kunskapen är den nya verkligheten (Edvinsson, 2002). Även om det kan vara svårt att definiera vad kunskap faktiskt är accepterar nog de flesta att kunskap har en väsentlig betydelse för att ett modernt företag ska nå framgång. Även för företag som verkar inom den traditionella industrin finns det ett intresse för medarbetarnas kunskap och innovativa förmågor för att definiera produktivitetens betydelse (Dzinkowski, 2000).

Redan för 500 år sedan började den kommersiella revolutionen bryta sig in i det västeuropeiska samhället. Detta var ett avstamp för teknologiska revolutioner. Smith skrev 1776 i sitt berömda verk *The Wealth of Nations* att välstånd och rikedom inte längre är mätt genom hur mycket guld som innehas utan av vad som kan produceras. Jämvikten påvisar därmed den bästa möjligheten vid effektiv användning och allokering av resurser. Traditionella teorier bygger just på detta antagande, nämligen om avtagande marginalavkastning. Däremot visar kunskapssamhället vi idag befinner oss i ett samhälle där ökad marginalavkastning snarare är ett utmärkande drag. Högteknologiska produkter som vi omges av kräver ofta en stor initial investering för att kunna täcka forsknings- och utvecklingskostnader och även framtagandet av produkten. När detta väl har lyckats och produkten är ute i butikerna för försäljning är produktionen för att matcha efterfrågan relativt billig (Arthur, 1994). Det blir extra viktigt då den ökade marginalavkastningen leder till mer kunskap och erfarenhet vilket kan medföra nya mer avancerade produkter. Istället för att en jämvikt uppstår, som Smith så starkt trodde på, har företag möjligheten att erövra nya

marknadsandelar och därmed öka intäkterna än mer. För att överleva och öka sin marginalavkastning måste företagen kontinuerligt överträffa sig själva. De måste kunna visa upp en innovativ drivkraft.

Begreppet Intellectuellt kapital är relativt nytt och syftar huvudsakligen på det immateriella i företaget. En definition som beskriver Intellectuellt kapital är att det är kunskap som kan omvandlas till vinst för företaget (Harrison och Sullivan, 2000). Redovisningsmodeller rymmer varken det Intellectuella kapitalets värde hos företaget eller presenterar det på ett precist sätt (Dzinkowski, 2000). På 1980-talet började Intellectuellt kapital tillsammans med andra immateriella tillgångar benämnas som goodwill. Traditionella immateriella tillgångar såsom varumärke, patent och goodwill redovisades sällan i finansiella rapporter (Tan, Plowman och Hancock, 2007). Detta innebär att värderingen av företags innovativa drivkraft och kompetens inte värderas som en enskild post i redovisningsmodellerna. Det är istället möjligt att avläsa dessa immateriella tillgångar som inte tagit plats i redovisningsmodellerna utifrån marknadsvärdet. Ett typexempel på detta är Microsoft som 1996 hade ett marknadsvärde som var 11,2 gånger så stort jämfört med sina materiella tillgångar. Detta utelämnade värde i redovisningsmodellerna presenterar i stort marknadens estimering av Microsofts Intellectuella kapital. Uppskattningar visar att 50-90 procent av värdet som företaget generellt skapar kommer från Intellectuellt kapital. (Dzinkowski, 2000)

Enligt Edvinsson (2002) kan ingen investering äga rum utan att det först görs en investering i immateriella tillgångar. Detta innebär i sin tur att det finns ett tidsperspektiv som beaktats. Edvinsson (2005) benämner detta som *Capital in Waiting*. Framtiden ses som en tillgång i sig och det är accepterat att innovation har ett investeringsvärde. Detta medför att ju mer det investeras i framtiden desto mindre redovisas eget kapital i balansräkningen. Tidsflöden är det nya tillägget till kassaflöden. (Edvinsson, 2005) Exempel på *Capital in Waiting* är Googles mobila satsning. Den nya plattformen ska medföra bättre förutsättningar för att lansera innovativa produkter billigare men det visar sig också att den kommer att innehålla tjänster som inte uppfunnits än. Denna nyhet höjde dock Googles marknadsvärde avsevärt (Dagens Nyheter, den 5 november 2007).

Den nya ekonomin som är definierad utifrån kunskap och information har som sagt lett till ett ökat intresse för Intellectuellt kapital. Ett förenklat sätt att beräkna Intellectuellt kapital är att det är lika med skillnaden mellan marknadsvärde och det bokförda värdet i företaget. Vid

företagsvärdering har det legat i många intresse att använda just Intellectuellt kapital som ett instrument för att mäta värdet (Tan, Plowman och Hancock 2007). Kaplan och Norton (1992) kom fram till efter att ha studerat amerikanska företag att ledningen vill ha representativ balans mellan finansiella och operationella mått. De operationella måtten är faktorer som ger ett framtida finansiellt värde. De utvecklade ”Det Balanserade Styrkortet”. Edvinsson (1997) delar in Intellectuellt kapital i Humankapital och Strukturkapital med olika undergrupper. Han utvecklade *The Skandia Value Scheme*, som vid borttagande av Humankapital visar hur Strukturkapitalet balanserar företaget. Petrash (1996) delar i sin *Value Platform Model* upp Intellectuellt kapital i humankapital, organisationskapital och kundkapital.

1.2 Problemdiskussion

Det är svårt att avgöra vad som är ett företags korrekta värde eftersom det kan ifrågasättas vem det är som bestämmer vad som just är korrekt. Det kanske rent av är så att det är marknaden som är facit och börsanalytikernas uppgift är att meddela hur marknaden kommer att värdera företaget i framtiden i stället för att informera om vad de tror om företags utveckling i framtiden. Det stora intresset för Intellectuellt kapital har ökat tillsammans med en skepticism om att det är svårt att mäta det Intellectuella kapitalet. Intresset kan förklaras genom försöken att mäta Intellectuellt kapital bygger på att mäta något som är immateriellt och extremt komplext. Bristen på förtroende för mätmetoder av Intellectuellt kapital bygger på att det inte finns någon metod som garanterar samstämmighet och möjlighet till jämförelse. (Palacios och Galván, 2007)

Det är inte helt självklart vad det är som driver analytiker att ge rekommendationen att investera i en bransch eller i ett specifikt bolag. Vi har sett aktiepriser skjuta i höjden på grund av ökade förväntningar inför kommande finansiella rapporter. Om det är förväntningar som håller uppe aktiens värde eller om det är resultatet i rapporten är oklart. Det är inte alltid helt lätt att förutspå kommande perioder, inte ens för bolagsledningen. I februari redovisade Ericsson en ökad vinst, höjd utdelning och fortsatt ökning av sina marknadsandelar, men senare under året var företaget överraskande tvunget att vinstvarna (Nag och Curtin, 2007).

Många bolag har ett marknadsvärde som överstiger det bokförda värdet. Vi vet att vissa bolag är mer känsliga för förändringar i omvärlden, kanske är det så att mängden Intellectuellt

kapital är avgörande. Det råder en problematik kring vilken information och i vilken grad den påverkar marknadsvärdet.

Om ett företags Intellectuella kapital kan estimeras utifrån marknadsvärdet borde det vara möjligt att se måttet på de immateriella tillgångarna i relation till hur ett företag värderas. Det råder en obalans mellan företaget och marknaden vad gäller information om immateriella tillgångar eftersom marknaden efterfrågar mer än vad företaget ger (Arvidsson, 2003). Alla intressenter både internt och externt har ett intresse i att följa hur företaget ligger till. Dessa prognoser är beroende av både finansiella rapporter, såsom kvartalsrapporter, men också av vilka spekulationer som florerar på marknaden. Dessa handlar sällan om de ”hårda” tillgångarna utan snarare om en prognos om framtida möjligheter och risker som företaget står inför. Börsanalytiker gör utifrån sina företagsvärderingar officiella köp- eller säljrekommendationer som tenderar att påverka aktiepriset. De finansiella rapporterna visar hur företagets resultat ser ut idag men också ofta en jämförande tillbakablick över de senaste åren. Detta är intressant för att se hur företaget har presterat och lyckats att uppnå bättre resultat och som i sin tur kan ge en finansiell prognos hur tillväxten kan se ut i framtiden.

Med denna uppsats ligger det i vårt intresse att studera det Intellectuella kapitalet och vilka fenomen som påverkar värdet i företaget. Tidigare studier visar olika sätt att dela in Intellectuellt kapital men alla verkar vara överens om att Intellectuellt kapital sällan är redovisat i finansiella rapporter. Detta tror vi leder till att det finns utrymme för prognostiseringar och för ett framtida perspektiv, så kallat *Capital in Waiting*. Vi vill därför med denna uppsats utreda följande problemformulering:

Vilka faktorer påverkar information om Intellectuellt kapital vid aktievärdering?

1.4 Syfte

Vi ämnar med uppsatsen att utifrån ett antal faktorer analysera hur företag informerar om sitt Intellectuella kapital. Faktorerna har potential att generera ett värde för företaget .

1.5 Avgränsningar

Vi har avgränsat oss till att granska endast tre bolag som är noterade på Stockholmsbörsen. Vi kommer dock inte att göra någon fallstudie av dessa bolag, utan använder enbart företagen som exempel för att få en förståelse för samspelet mellan information om Intellectuellt kapital och bolagets aktievärde. Dock presenterar vi företagens verksamhet och inriktning relativt kortfattat i metodkapitlet.

Vi vet att tre bolag inte utgör en representativ grund för att kunna göra en generalisering för många bolag. På grund av tidsramen denna uppsats har, har vi varit tvungna att begränsa oss till endast tre bolag.

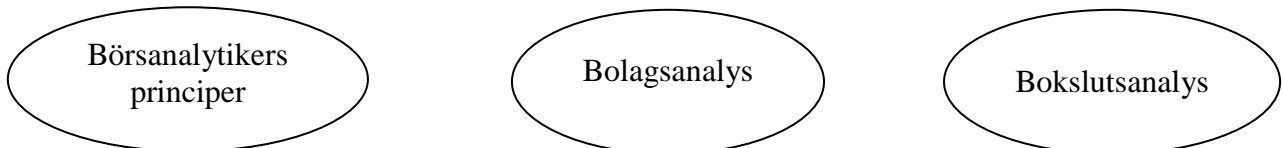
2 Metod

I detta avsnitt presenterar vi de tre pelarna som vår undersökning bygger på. Vi presenterar vilket syfte respektive pelare har och hur vi har gått tillväga i vår undersökning. Vidare redovisas hur vi ser på de tre pelarnas sammanhållning. Avslutningsvis kommenterar vi undersökningens närhet och distans samt validitet och reliabilitet.

2.1 Tillvägagångssätt

Denna uppsats bygger på tre pelare i form av informationskällor. Det är börsanalytikers principer, bolagsanalyser och bokslutsanalyser.

Figur 2.1: Uppsatsens tre metodpelare



Källa: Egen

2.1.1 Börsanalytikers principer

Syftet med den första pelaren, börsanalytikers principer, är att genom intervjuer med börsanalytiker få en inblick i deras syn på Intellectuellt kapital samt vilken påverkan de anser att bolagets Intellectuella kapital har på värdet på bolagets aktier. Vi har undersökt i vilken utsträckning de använder information om Intellectuella kapital vid företagsvärdering.

2.1.2 Bolagsanalys

I den andra pelaren, bolagsanalys, har vi granskat tre bolag som är listade på Stockholmsbörsen. Syftet med denna undersökning är att finna en struktur i det media har tagit upp som anledning till förändringar i bolagens aktiekurser. Med denna undersökning har vi som syfte att lyfta fram de faktorer som är mest belysta i media som syftar till fenomen och händelser som inträffat under året.

2.1.3 Bokslutsanalys

Bolagsanalysen ligger som grund för den tredje pelaren, bokslutsanalysen. Även i denna pelare har vi använt oss av tre bolag som är listade på Stockholmsbörsen. Syftet med bokslutsanalysen är att granska hur stort Intellectuellt kapital som bolagen kan tänkas ha och hur det har förändrats under de fem senaste åren.

2.2 De tre pelarnas sammanhållning

Vi har gjort valet att fokusera på de ovan presenterade informationskällorna eftersom vi anser att de balanserar varandra. Enligt Jacobsen (2002, s. 210) bör det användas flera källor för att få en bra bild. Dessutom menar han att en bedömning av källornas oberoende i förhållande till varandra är av vikt. Vi anser att våra utvalda informationskällor i stor utsträckning är oberoende av varandra eftersom de har tillgång till olika mängd information vid bedömning av värdet på aktien. Vi har dessutom valt dessa tre källor därför att vi anser att de kompletterar varandra och därmed är en stark grund för vår uppsats.

2.2.1 Närhet och distans

Genom att använda de tre olika pelarna som ska agera självständigt i förhållande till varandra uppnår vi både närhet och distans till undersökningen. Enligt Jacobsen (2002, s. 47) är det viktigaste inte att välja mellan närhet och distans utan att hitta ett sätt att variera mellan dem. Börsanalytikernas principer, som vi har tagit del av genom intervjuer, bidrar till att en närhet uppstår. Bokslutsanalyserna ger oss en sammanställning av information och händelser under det gångna året som vi anser både har en närhet till företaget men redovisas på ett distanserat tillvägagångssätt. Bolagsanalyserna vi använt oss av har en distans till företaget, vilket kompletterar övriga informationskanaler. Vi anser att närheten är nödvändig för att få en bild av verkligheten medan distansen bidrar till ett bredare perspektiv.

2.2.2 Primär- och sekundärdata

Våra olika informationskanaler har medfört att vi har använt oss av både primär- och sekundärdata. Primärdata baseras på att ny information samlas in (Arbnor & Bjerke 1994, s. 241) för det specifika ändamålet. Eftersom vi har valt att hålla intervjuer för att få information om det Intellektuella kapitalets påverkan på aktievärdet är detta den källa som klassificeras som primärdata. Vi har även använt sekundärdata i form av årsredovisningar. Sekundärdata är tidigare insamlad för annat syfte (Ibid). Även vår tredje informationskälla, bolagsanalyserna, är i form av sekundärdata. Anledningen till att vi studerat den mediala uppmärksamheten kring framtida spekulationer och företags fram- och motgångar är främst därför att vi vill beakta händelser över tiden. En fördel med en sekundäranalys är just att det finns möjlighet att ta hänsyn till tidsperspektivet (Bryman & Bell, 2003 s. 213). Den tidsbejakande undersökningen bidrar till att vi kunnat titta på vad som tagits upp i media som kan ha påverkat aktievärdet det senaste året.

2.2.3 Kvalitativ och kvantitativ ansats

Vi har använt oss av en kvalitativ ansats genom att vi hållit öppna individuella intervjuer. Bolagsanalyserna är också kvalitativa ansatser men klassificeras som dokumentundersökningar. En dokumentundersökning benämns som offentlig information bestående av ord, meningar och berättelser men i form av sekundärdata (Jacobsen 2002, s. 185). Denna uppsats rymmer även en kvantitativ ansats eftersom vi beräknar och kommenterar nyckeltal. Vi har alltså både använt oss av icke-finansiella, kvalitativa, modeller samt finansiella, kvantitativa, modeller i undersökningen.

2.3 Börsanalytikers principer

2.3.1 Intervjuer

2.3.1.1 Planering av intervjuer

För att få en inblick i börsanalytikers syn på det Intellectuella kapitalet och vilken påverkan det Intellectuella kapitalet kan tänkas ha på värdet på aktier har vi genomfört fyra intervjuer med tre börsanalytiker och en forskare inom företagseffektivitet. Inledningsvis tog vi kontakt med ett antal analytiker som hjälpte oss att få en överblick över börsanalytikers arbete och vilken information de använder sig av vid företagsvärdering. Detta gav oss värdefull hjälp inför utförande av den intervjumall (se bilaga ett) som vi använt oss av vid intervjuerna. Intervjumallen är baserad på frågor som ska ge oss svar på börsanalytikers syn på Intellectuellt kapital samt vilken påverkan de anser att bolagets Intellectuella kapital har på värdet på bolagets aktier.

För att få så hög validitet och reliabilitet som möjligt i vår intervjuundersökning har vi valt respondenter som följer bolag i olika branscher samt arbetar på olika institutioner. Av de fyra genomförda intervjuerna har två börsanalytiker valt att vara anonyma. Vi kommer att kalla dem *Intervjuperson A* och *Intervjuperson B* i uppsatsen. De två respondenterna som inte är anonyma är Niklas Frykström och Karl-Heinz Leitner. Niklas Frykström arbetar som *Advisor*

inom *Issuer Surveillance* vid *OMX Nordic Exchange* i Stockholm och Karl-Heinz Leitner är verksam vid *Department of Technology Policy, Austrian Research Centers* i Wien.

2.3.1.2 Genomförande av intervjuer

Vi har genomfört fyra telefonintervjuer och använt oss av samma intervjumall vid samtliga tillfällen. Detta medför att vi i stora drag kan jämföra de svar som vi fått och se om det finns en struktur i svaren. Intervjupersonerna fick ta del av frågorna före intervjun men vi gav dem inte vår syn på Intellectuellt kapital före samtalet. Syftet med att inte ge några reflektioner innan intervjun var att vi vill undvika att omedvetet styra intervjupersonerna. Vi har inte gjort några begränsningar för vad vår respondent kan säga. Vi har valt en öppen individuell intervju eftersom det lämpar sig väl vid ett intresse för vad individen säger och hur denne tolkar ett särskilt fenomen. Syftet med denna intervjuform är att få fram den enskilda individens inställning och uppfattning. (Jacobsen, 2002, s.160 ff.) Genom att vi har genomfört intervjuerna på telefon har det gett oss möjlighet att intervjua intressanta personer oberoende av var någonstans de är verksamma.

2.4 Urval

Vi har valt att undersöka företagen Ericsson, Hennes & Mauritz och Odd Molly som exempelföretag i vår bolagsanalys och bokslutsanalys. Vi har valt dessa bolag som exempelföretag eftersom vi finner dem extra intressanta att koppla till vår problemformulering. Nedan följer en kort presentation och motivering till val av dessa exempelföretagen. Vi kommer i empiriavsnittet att gå närmare in på hur deras utveckling har sett ut under 2007.

2.4.1 Ericsson

Ericsson grundades 1876 och är verksamt inom kommunikationsnät med tillhörande tjänster och teknikplattformar för mobiltelefoner. Företaget finns representerat i fler än 175 länder. Genom att ingå ett joint venture med Sony och bilda Sony Ericsson förnyade sig Ericsson och

blev en ännu större leverantör av mobiltelefoner. Företaget har en bred portfölj av telekomlösningar och patent. (Ericssons årsredovisning, 2006) Vi har valt att använda detta bolag i vår undersökning eftersom bolaget har varit en stor förlorare på börsen under året och därmed varit mycket omskrivet i media. Företaget har precis mist sin plats på Stockholmsbörsen som företaget med störst börsvärde.

2.4.2 Hennes & Mauritz

Den första butiken öppnades i Sverige 1947 och idag har Hennes & Mauritz nästan 1200 butiker i 22 länder. Företaget äger inga egna fabriker utan samarbetar med ungefär 700 fristående leverantörer, främst i Europa och Asien. Designers tillsammans med inköpare och mönsterkonstruktörer skapar kollektionerna både för dam och herr men också för barn och ungdom. (Hennes & Mauritz årsredovisning, 2005) Vi har valt att använda detta bolag i vår bolagsanalys eftersom bolaget har varit en stor vinnare på börsen under året samt är ett bolag som överlag är positivt omskrivet. Hennes & Mauritz har dessutom övergått till att inneha Stockholmsbörsens största börsvärde.

2.4.3 Odd Molly

Odd Molly är ett svenskt bolag som grundades 2002 och designar, marknadsför och säljer kläder och accessoarer. Företaget är positionerat i övre mellanprissegmentet och finns i 27 länder. Odd Molly har ingen egen tillverkning utan produktionen sker huvudsakligen i Indien, Kina, Marocko, Portugal och Turkiet. (Odd Mollys årsredovisning, 2006) Vi har valt att använda detta bolag i vår undersökning eftersom bolaget har börsintroducerats under året och därmed varit mycket omskrivet och analyserat av både media och analytiker. Odd Molly representerar ett bolag vars aktie har varit en raket på börsen. Detta fenomen finner vi intressant i vår undersökning.

2.5 Bolagsanalys

Vi har valt att granska vilken medial uppmärksamhet företagen Ericsson, Hennes & Mauritz och Odd Molly har haft mellan den första januari och den sista november 2007. De källor som vi har använt oss av är artiklar publicerade under denna period i Dagens Nyheter, Dagens Industri och Affärsvärlden.

De granskade artiklarna från Dagens Nyheter och Dagens Industri är hämtade från respektive tidnings hemsida och artiklar samt reportage från Affärsvärlden kommer från pappersupplagorna. Vi har gjort ett noggrant urval av de artiklar som är relevanta för vår undersökning och granskat hur det Intellectuella kapitalet framhävts i artiklarna. I jämförelse med Ericsson och Hennes & Mauritz har det inte publicerats lika många artiklar om Odd Molly under året.

2.6 Bokslutsanalys

Vi har vid beräkningar av nyckeltal använt oss av företagens egna finansiella rapporter. Rapporterna består främst av årsredovisningar men vi har även hämtat information från Odd Mollys prospekt. Vi har därmed bara använt finansiell information direkt från företagen. Vi är dock medvetna om att informationen som vi undersökt i media också i hög grad är baserad på vad företagen kommunicerar externt.

Nyckeltalen som vi tittat närmare på är marknadsvärde minus justerat eget kapital, *market-to-book ratio*, p/e-tal och p/s-tal. Anledningen till att vi har gjort beräkningar utifrån just dessa nyckeltal är att de har gett oss möjlighet att beräkna dels *capital in waiting*, det vill säga ett framtida värde, och dels kunna göra en direkt jämförelse mellan det bokförda värdet och vilket värde börsen anser att ett företag har.

Vid beräkningar av nyckeltalen har vi tagit finansiell information från de fem senaste åren, det vill säga 2003 till 2007, i beaktning. Orsaken till att vi har tittat närmare på flera år tillbaka, även om de andra pelarna i undersökningen inte har samma tidsperspektiv, är att vi vill

uppmärksamma om det är något år som skiljer sig från de övriga åren. Utifrån detta har vi möjlighet att rensa bort avvikande år.

Vi har endast analyserat Odd Molly från och med 2004. Anledningen är att det saknas information om Odd Molly längre tillbaks i tiden. Eftersom Odd Molly blev publikt den 18 juni 2007 och därför endast har ett marknadsvärde för 2007 har vi likställt företagets bokförda värde och marknadsvärde vid beräkningar av p/e-tal och p/s-tal de resterande åren. Vid beräkningar av bokfört värde per aktie och försäljning per aktie har vi följt Odd Mollys prospekts uträkningar. Detta har medfört att vid beräkningar per aktie har vi använt oss av företagets antal aktier för 2007 för att kunna göra en rättvis jämförelse mellan åren.

I samtliga fall är information om p/e-tal och p/s-tal år 2007 hämtade från Affärsvärlden nr 46 år 2007 och information om aktiepriset år 2007 från Dagens Industri den 12 december 2007. Det justerade egna värdet för samma år är hämtat från företagets senaste utkomna rapport. Vi har valt att inkludera dessa i undersökningen för att få ett så aktuellt material som möjligt att utgå ifrån. Övrig information är hämtad från respektive företags årsredovisning. Ericsson har inte redovisat något p/e-tal i sin årsredovisning för 2002 och 2003. Eftersom dessa två år ingår i undersökningen har vi beräknat dessa tal.

Vid beräkning av Ericssons marknadsvärde minus justerat eget kapital och *market-to-book ratio* har vi valt att använda oss av Ericssons B-aktie. Valet grundas på att företagets p/e-tal är beräknade utifrån B-aktiens pris.

2.7 Validitet och Reliabilitet

Vi har valt att använda oss av företagets egen finansiella information som är publik eftersom vi vill uppnå en närhet till källorna. En hög validitet uppstår enligt Jacobsen (2002) genom en närhet till källor och kontroll från flera håll. Genom börsanalytikers principer, det vill säga intervjuerna, anser vi att det finns validitet eftersom det skapas en närhet till insatt branschfolk. Syftet i denna pelare är som bekant främst att se börsanalytikers syn på det Intellectuella kapitalet och hur de tar det i beaktning vid aktievärdering. Reliabiliteten kan påverkas då de olika mediala kanalerna kan vrida sin information i presentation av företagen.

För att minska dessa felbedömningar har vi använt oss av ett stort underlag artiklar från flera olika tidningar.

3 Teoretisk referensram

Inledningsvis i detta kapitel redogör vi för de icke-finansiella mätmetoderna för Intellectuellt kapital samt Intellectuella kapitalets värdeschema. Därefter presenteras fyra finansiella mätmetoder av Intellectuellt kapital, marknadsvärde minus justerat eget kapital, marknadsvärde / justerat eget kapital, p/e-tal samt p/s-tal. Vidare görs en redogörelse för den diskussion som skett kring möjligheten till aktivering av immateriella tillgångar i balansräkningen. Avslutningsvis presenteras tidigare forskning kring information om Intellectuellt kapital och företagsvärdering.

3.1 Intellectuellt kapital

Enligt Tan, Plowman och Hancock (2007) är det möjligt att dela upp metoderna för att mäta Intellectuellt kapital i två grupper. Den första gruppen inbegriper modeller som inte har en finansiell anknytning och den andra gruppen är mätmetoder som bygger på ett finansiellt värde. Kitts och Edvinsson (2000) menar att Intellectuellt kapital tillsammans med finansiella metoder beräknar framtida vinster mer korrekt än bara finansiella metoder. Denna uppsats följer denna uppbyggnad och belyser därför både finansiella och icke- finansiella metoder.

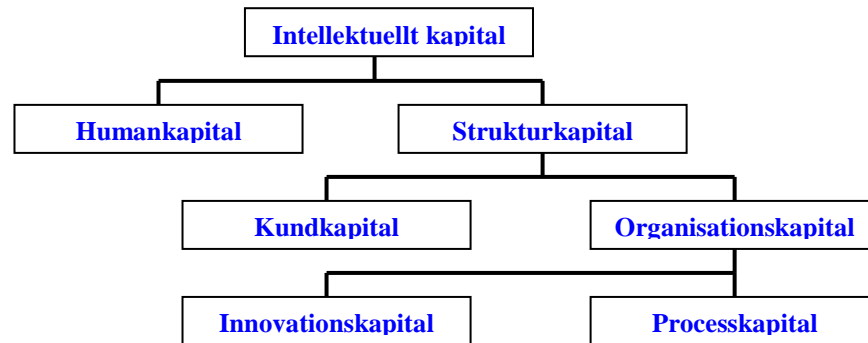
3.2 Icke-finansiella mätmetoder

Många gånger värderar aktiemarknaden företaget till ett betydligt högre värde än vad det bokförda värdet uppgår till. Hurwitz, Lines, Montgomery och Schmidt (2002) menar att den ökade separationen mellan aktiepriset på marknaden och det bokförda värdet visar på betydelsen av immateriella tillgångar. De immateriella tillgångarna kan bestå av kvalitet i kundrelationer, starkt varumärke, medarbetarnas begåvning och benämns i många sammanhang för Intellectuellt kapital (Stewart, 1999, s. 86). Intellectuellt kapital är ett samlingsbegrepp för företagens icke-finansiella tillgångar (Edvinsson och Grafström, 1998).

3.2.1 Det Intellekтуella kapitalets värdeschema

Edvinsson och Grafström (1998) delar in Intellekтуellt kapital enligt ett värdeschema som modellen nedan illustrerar:

Figur 3: Intellekтуellt kapitalets värdeschema



Källa: Edvinsson och Grafström (1998)

Humankapitalet är knutet till personalen och anses vara dess insatser, värdering och begåvning att genomföra verksamheten (Hansson 2001, s. 21). Humankapitalet är en tillgång i företaget, men kan inte ägas av det (Stewart, 1999, s. 118). Den andra delen i det Intellekтуella kapitalet är strukturkapitalet. Det består av värdet av det som finns inom organisationen i form av rutiner, image, nätverk, stödsystem och databaser. (Hansson 2001, s. 21) Strukturkapitalet kan ägas av företaget och det är det som finns kvar när medarbetarna går hem för dagen (Edvinsson, 2002). Leitner (2007) finner i sin undersökning av österrikiska företag att det finns ett positivt samband mellan humankapital och strukturkapital eftersom företag tenderar att ha en styrka i båda komponenterna. Dock menar han att företag som besitter ett stort humankapital är mer framgångsrika än företag som har en styrka i båda komponenterna.

Kundkapitalet består av de relationer som bolaget har till sina kunder. Detta omvandlas till ett finansiellt värde genom samspel mellan humankapitalet och organisationskapitalet. Kundkapitalet har framförallt tre viktiga delar; kundbas, kundrelationer och kundpotential. (Hansson 2001, s. 32)

Organisationskapitalet anses bestå av de satsningar som företaget gör för att förbättra kunskapsspridningen inom företaget och leverantörs- och distributionskanaler. Det kan vara olika typer av system eller verktyg (Hansson 2001, s. 32). Organisationskapitalet delas in i innovations- och processkapital.

Innovationskapitalet består av den förmåga som företaget har till framtidsinnovationer, samt förnyelsearbetet av skyddandet av varumärke, patent och andra dolda värden. (Hansson 2001, s. 32) Processkapitalet mäter effektiviteten i de interna arbetsprocesserna i företaget (Kitts och Edvinsson, 2000).

3.2.2 Intellectuellt kapital s mätbarhet

Som nämndes redan i inledningen kan Intellectuellt kapital definieras som kunskap som kan omvandlas till vinst för ett företag. Hur denna kunskap ska kunna generera vinst görs generellt inte likadant av alla företag. Enligt Palacios och Galván (2007) finns det inga mätmetoder för Intellectuellt kapital för att skapa värde som är generella för alla företag. Nyckeln till ett företags överlevnad är ett skickligt användande av företagens Intellectuella kapital. Eftersom det inte heller finns en gemensam vokabulär för komponenterna i Intellectuellt kapital används olika termer synonymt och termer kan ha olika betydelse beroende på kontexten. Detta skapar förvirring vid mätning av det Intellectuella kapitalet. (Ibid)

Varför företag inte använder kunskapen likadant för att generera vinst beror bland annat på vilken typ av värde som företaget vill få fram genom sitt Intellectuella kapital och i vilken kontext företaget verkar. Värdet som till exempel företaget tycker att innovativa idéer har bygger i stor utsträckning på hur företaget ser på sig självt och sin positionering på marknaden. Företag definierar Intellectuellt kapital s betydelse olika eftersom det generellt sett inte finns två företag som verkar i precis samma kontext. (Harrison och Sullivan, 2000)

All mätning av Intellectuellt kapital är föremål för förändring eftersom marknadsförhållandena är föränderliga. De delar i Intellectuellt kapital som är mest abstrakta, till exempel *know-how*, problemlösning och beslutsfattande, återfinns inte i balansräkningen utan snarare i ett tidigt led i värdekedjan. Företag som har en stor del av de abstrakta delarna

av Intellectuellt kapital kan ha en hög värdering på marknaden förutsatt att företaget kan skapa värde av dessa delar och behålla och öka sin konkurrensfördel. (Robinson och Kleiner, 1996)

3.3 Finansiella mätmetoder

3.3.1 Marknadsvärde minus justerat eget kapital

Det vanligaste finansiella måttet för att mäta Intellectuellt kapital är marknadsvärde minus justerat kapital (Dzinkowski, 2000). Enligt Stewart (1999, s. 279) är värdet på ett företag priset per aktie gånger antalet aktier bolaget innehar. Det är köparen och inte säljaren som bestämmer värdet. (Ibid) Fördelen med denna mätmetod är dess enkelhet. Dock medför enkelheten att mätmetoden inte rymmer all komplexitet som existerar i verkligheten. Mätmetoden kan också visa en brist i noggrannhet eftersom det bokförda värdet kan vara påverkat av skatteavskrivningar för räkenkapliga ändamål. (Dzinkowski, 2000)

Stewart (1999) kritiserar också detta mått på det Intellectuella kapital och menar att bolagets aktier reagerar på händelser utanför företaget. Det kan exempelvis vara höjda räntesatser. Han ifrågasätter vad som händer om marknadsvärdet är mindre än det bokförda egna kapitalet och om företaget i så fall inte har något Intellectuellt kapital. Istället kan det tänkas att detta mått används som ett nyckeltal som företaget kan använda sig av vid jämförelse med konkurrenter eller mellan olika år. (Stewart 1999, s. 279)

3.3.2 Market-to-book-ratio

Market-to-book ratio är ett nyckeltal som mäter ett företags tillväxtpotentialer. Nyckeltalet är definierat som spridningen mellan marknadsvärdet och det bokförda värdet. (Chen och Zhao, 2006) *Market-to-book ratio* är en funktion av diskonterad ränta och förväntad vinst för framtiden (Cheng, 2005). Vid företag med en lägre *book-to-market ratio*, det vill säga en låg andel marknadskapitalisering som är medtagen i balansräkningen, tenderar analytiker att i

större utsträckning framhålla icke-finansiell information i sina rapporter. Detta görs framförallt för att förklara en relativt hög marknadsvärdering och för att ge information om framtida tillväxtmöjligheter. (Flöstrand och Strand, 2006) Chen och Zhao (2006) menar att företag med en större *market-to-book ratio* generellt är mer lönsamma än företag med en liten *market-to-book ratio*. De menar också att forsknings- och utvecklingskostnader överlag ökar ju större *market-to-book ratio* företaget har vilket visar att nyckeltalet är ett mått på tillväxt. Cheng (2005) lägger även till att *market-to-book ratio* inte bara är ett mått på tillväxt utan också på risk. I sin undersökning finner Cheng belegg för att ineffektiviteten i analytikers prognoser bygger på ignoransen för vilka effekter konservativ redovisning, räntor och risk har vid förklaring av *market-to-book ratio*. (Ibid)

Unga företag har ofta en stor *market-to-book ratio* därför att de förväntas att i framtiden bli mycket lönsamma. Dock är nedgången av *market-to-book ratio* mycket mer avtagande än vad den tenderar att vara för mogna företag. Det finns en relation mellan *market-to-book ratio* och ålder. Unga företag tenderar att visa ett högt mått är att investerare överlag är för optimistiska vad gäller framtida lönsamhet hos unga företag. (Pástor och Veronesi, 2003)

En anledning till att företag blir publika och introduceras på börsen är en ökning av företagets storlek och av *market-to-book ratio* för branschen där företaget verkar. Företag tenderar nämligen inte att bli publika för att ha möjlighet att finansiera framtida investeringar och tillväxt utan snarare för att kunna balansera sina konton efter stora investeringar och tillväxt. (Pagano, Panetta och Zingales, 1998) *Market-to-book ratio* är inte längre lika med ett efter börsintroduktionen, vilket både visar ränteförändringar och konservatismen som finns i redovisningen av tillgångarna företaget har. (Sugata och Watts, 2007)

3.3.3 P/e-tal

P/e-tal är ett nyckeltal som används vid aktieanalys och visar priset per aktie i förhållande till vinsten per aktie. Nyckeltalet kan användas för att se hur dyr aktien är. Den informationsfaktor som påverkar aktiepriset mest är vinsten per aktie. Ett högt nyckeltal medför att det finns en möjlighet att aktien är övervärderad om det inte finns en stark potential för en vinsttillväxt. (Atiya, Talaat och Shaheen, 1997) Standard & Poor's aktieindex har ett

p/e-värde på ca 18. Detta innebär att vid intresse av köp är det en god vägledning att satsa på en aktie som har ett p/e-tal på ungefär 20 procent lägre, det vill säga ett p/e-tal runt 13 till 14. Ett annat alternativ är att investera i en aktie vars tillväxt överstiger den genomsnittliga marknadstillväxten. (Altfest, 2007)

Att göra en bedömning utifrån ett p/e-tal av företag i en cyklisk bransch, det vill säga som ökar och minskar drastiskt med ekonomins cykler, kan vara vanskligt. Dessa företags p/e-tal kan sjunka rejält på grund av att deras vinst ökar mycket snabbt. Dock finns det en tendens att dessa vinster sjunker lika dramatiskt som det ökar. Detta leder till att det kan vara bättre att köpa då p/e-talet är högt. (McGirt, 2004)

För att mäta ett företags värde över tiden används p/e-talet. Dock förlorar p/e-talet sin effektivitet vid ett längre tidsintervall än 10 till 15 år. P/e-talet har en viktig funktion för att kunna förklara variationer i den årliga totala avkastningen för den analyserade tidsperioden. (Jones och Lundstrum, 2006) Anderson och Brooks (2006) identifierar i sin undersökning fyra faktorer som har en påverkan på p/e-talet. Vilket år som undersöks har en inverkan. Det genomsnittliga p/e-talet på marknaden varierar nämligen från år till år eftersom investerarnas genomsnittliga förtroende varierar. Branschen som företaget är verksamt i påverkar utfallet för p/e-talet eftersom den genomsnittliga vinsten varierar mellan branscher. Företag i branscher som har en hög tillväxt på lång sikt har ofta ett relativt högt p/e-tal. Storleken på företaget är en annan faktor som påverkar. Det finns en nära relation mellan företagets marknadskapitalisering och p/e-tal.

Den sista faktorn som identifieras i undersökningen är idiosynkratiska effekter. Även om de jämförda företagen verkar inom samma sektor, är ungefär av samma storlek och är undersökta under samma tidsperiod har de ändå inte samma p/e-tal. Detta beror på de idiosynkratiska effekterna. Dessa effekter kan vara beroende av vilket kontaktnät de specifika företaget har, om ledningen har köpt eller sålt aktier eller hur rekommendationerna från börsanalytikerna låter. (Ibid)

3.3.4 P/s-tal

P/s-talet är ett alternativt nyckeltal till p/e-talet som visar hur aktiepriset förhåller sig till försäljningen. Detta nyckeltal är generellt lågt och många företag har ett tal som ligger under ett. P/s-talet är direkt relaterat till p/e-talet genom nettovinstmarginalen eftersom p/s-talet är lika med p/e-talet gånger vinstmarginalen. Detta samband medför att p/s-talet har samma funktion som p/e-talet, nämligen att prognostisera aktiens framtida värde. Fördelen med detta nyckeltal i jämförelse med p/e-talet är att det är stabilare eftersom företagets försäljning håller en mer pålitlig nivå än vad företagets vinst gör.

P/s-talet har en väsentlig betydelse när företag har ett negativt p/e-tal eftersom företagen själva och media då inte informerar om p/e-talet. Negativa p/e-tal medför en problematik eftersom investerare inte får möjlighet att jämföra och värdera företagen. Låga p/s-tal innehar ofta företag som är relativt små till storlek och inte betalar utdelningar. Dessa företag kan också ha negativ vinst. (Erickson, Fredman och Stickels, 1988)

3.4 Aktivering av immateriella tillgångar i balansräkning

De immateriella tillgångarna är en mycket stor del av företaget och i många företag överstiger de immateriella tillgångarna de materiella. Under en längre tid har det diskuterats om immateriella tillgångar ska aktiveras i balansräkningen. De immateriella tillgångarna är kopplade till företaget och genererar endast intäkter till företaget i kombination med de materiella tillgångarna. Generellt sett är finansanalytiker negativt inställda till aktivering av immateriella tillgångar i balansräkningen och förespråkar istället tydlig informationsgenerering från företaget. (Artsberg, 2005)

International Accounting Standard Board (IASB) hade till en början inställningen att immateriella tillgångar skulle behandlas på samma sätt som materiella tillgångar. Men IAS 38 har inte gått riktigt så långt i sin rekommendation och ställer högre krav för aktivering. Den främsta orsaken är att det är mycket svårt att värdera dessa tillgångar. Det ställs höga krav på

den som ska värdera eftersom det främst handlar om en individuell bedömning i det enskilda bolaget i stället för generella bedömningsregler. (Ibid)

I samband med uppförandet av rekommendationer rörande immateriella tillgångar har det diskuterats kring Intellectuellt kapital. Vissa kritiker menar att det har varit alltför vaga restriktioner på vilka tillgångar som kan aktiveras i balansräkningen. Det är det inte vanligt att företagen aktiverar sina immateriella tillgångar. Orsaken till detta är troligen skatteskal. Istället har många företag utvidgat årsredovisningen med olika avsnitt där de tar upp Intellectuellt kapital. Det kan vara avsnitt som rör personal, kunder, finansiärer, innovationer och leverantörer. (Ibid)

3.5 Tidigare forskning

Forskning som tidigare gjorts om hur informationen om Intellectuellt kapital påverkar aktiens värde kommer bland annat från Hurwitz, Lines, Montgomery och Schmidt (2002) som i sin undersökning visar att det finns en stark korrelation mellan immateriell framgång och aktieavkastningen under en 15-årsperiod. Korrelationen är starkare än vad avkastningens korrelation till traditionell vinst eller kassaflöde är. Vinsten som kommer från den immateriella framgången ger dessutom mer väsentlig information till investerarna. Med detta utgångsläge menar författarna att det finns möjlighet att genom bedömning av immateriella tillgångar kunna prognostisera framtida förändringar på marknaden. (Ibid)

Dumay och Tull (2007) utreder i sin undersökning om det finns ett alternativt sätt som är mer allmänt och har en omedelbar betydelse för att företag ska kunna förmedla sitt Intellectuella kapital till de externa aktieägare som har en påverkan på aktiepriset. Undersökningen är gjord på priskänsliga uttalanden vid den australiensiska börsen. De kommer fram till att information om Intellectuellt kapital tas emot olika av marknaden beroende på vilken del av det Intellectuella kapitalet som informationen bygger på. Fler företag kan bli uppmuntrade till att informera marknaden mer om interna processer eftersom aktieägarna reagerar positivt på denna slags information. Författarna presenterar en alternativ metod för att aktieägarna ska slippa att vänta till företagets årsredovisningar släpps. (Ibid)

Burgman och Roos (2007) har syftet med sin undersökning att hitta och förklara de främsta faktorerna som ligger bakom det ökade behovet av att informera om Intellectuellt kapital. De vill även identifiera de nödvändiga villkoren för rapportering av Intellectuellt kapital. Undersökningen resulterar i åtta faktorer som är väsentliga vid rapportering. Dessa är global dominans och tillväxt, alternativa affärsmodeller än värdekedjan, den föränderliga börsern, inflytande från olika investeringsfonder, analytikens betydelse beroende på om de är på sälj- eller köpsidan och till sist investeringsindexets utveckling. (Ibid)

Arvidsson (2003) har undersökt kunskapsintensiva företag för att se hur informationen om immateriella tillgångar fungerar. Undersökningen är baserad på fyra olika delar. Den första delen klassificerar immateriella tillgångar och visar hur extern rapportering kan förbättras. En förbättring görs genom en struktur där immateriella tillgångar är bättre redovisade, en starkare fokus på samhörigheten mellan olika kategorier av immateriella tillgångar och ett bättre sätt att mäta dessa tillgångar. Den andra delen utreder hur redovisningen av immateriella tillgångar ser ut i årsredovisningar. Denna del finner att en lägre informationsasymmetri och en lägre kapitalkostnad resulterar i mer informativ redovisning av immateriella tillgångar. Den visar också att företagsledningen generellt informerar frivilligt om immateriella tillgångar för att minska informationsasymmetrin. Den tredje delen uppmärksammar hur information om immateriella tillgångar behandlas i analytikens rapporter och det görs en jämförelse med del två. Det visar sig att det finns en positiv korrelation mellan informationen om immateriella tillgångar i årsredovisningar och analytikens rapporter. Den fjärde delen visar att det finns en positiv påverkan på aktievärdet vid uttalande om ett påskrivet forsknings- och utvecklingsavtal. (Ibid)

4 Empiri

Detta avsnitt är indelat i de tre delarna; börsanalytikers principer, bolagsanalys och bokslutsanalys. I den första delen, börsanalytikers principer, kommer vi att göra en redogörelse för vad som vi kommit fram till i våra samtal med analytikerna. I den andra delen, bolagsanalys, skildrar vi vad media har tagit upp om företagen. I den sista delen, bokslutsanalys, gör vi en redogörelse för hur det Intellectuella kapitalet har redovisats i årsredovisningar och andra rapporter från bolagen.

4.1 Börsanalytikers principer

4.1.1 Definition av Intellectuellt kapital

Det är inte helt lätt att beskriva vad som ingår i begreppet Intellectuellt kapital eftersom det är brett. Intellectuellt kapital skulle kunna beskrivas som ett avvikande värde till följd av att marknadsvärdet på aktien är högre än det bokförda värdet. Detta avvikande värde består bland annat av den kompetens som finns inom bolaget och dess varumärke. (Intervjuperson A) Kompetensen som finns hos ledningen räknas även in. Dessa olika faktorer skapar ett förtroende hos aktieägarna. (Intervjuperson B) Skillnaden mellan ett företags marknadsvärde och det bokförda värdet består inte endast av Intellectuellt kapital. Denna skillnad är mycket branschspecifik och rymmer spekulationer, fantasi och expertis. (Intervju, Karl-Heinz Leitner)

Ett innovativt företag beskriver Karl-Heinz Leitner som ett företag som introducerat en ny produkt eller produktutveckling på marknaden de senaste tre åren. Han menar att det är en skillnad mellan innovation och förnyelse i den meningen att innovation medför ett ökat Intellectuellt kapital och en förbättrad kunskap. Förnyelse kan också ha en positiv påverkan på kunskapsnivån men inte i samma utsträckning som en innovation har. Produkthanpassning karakteriserar främst förnyelse. (Intervju, Karl-Heinz Leitner)

4.1.2 Betydande informationskällor vid aktievärdering

Informationskällorna som börsanalytiker utnyttjar vid bolagsanalys är många och valet är mycket företagsspecifikt. Det som är viktig information för ett företag kanske inte är viktig för ett annat. (Intervju, Niklas Frykström) Den generellt sett mest betydande informationen är den som kommer direkt från bolaget. Det är exempelvis information som nås via årsredovisningar, pressmeddelande, kapitalmarknadsdagar samt direktkontakt med företagsledningen och *Investor Relations*. (Intervjuperson B) Från årsredovisningarna är det främst den finansiella informationen som är viktig, men det är även intressant att granska andra delar där bolagets mjuka värden redovisas. Årsredovisningen ger en inblick i hur bolaget själva ser på framtiden och eventuella förändringar. (Intervju, Niklas Frykström) Andra viktiga informationskällor vid bolagsanalys är media och institutioner som granskar konjunkturutvecklingen. Informationskällorna kontrolleras mot varandra för att analysen skall bli så bra som möjligt. (Intervjuperson A)

Sammanfattningsvis eftersöks information om bolagets kassaflöde och resultat, framtida utdelningsnivåer, ägarstrukturen i viss mån, likviditeten i aktierna samt kompetens och erfarenhet hos ledningen. Även ledningens kompetens och sammansättning påverkar värdering av ett företags aktie. Börsanalytikens helhetsanalys kan alltså grundas på en relativt subjektiv bedömning. (Intervjuperson B)

4.1.3 Faktorer som påverkar aktiens värde

Både extern och intern information påverkar marknadens efterfrågan på bolagets aktie. Viss information kan vara av större vikt på kort sikt och annan information på lång sikt. Exempel på två förhållanden som betydligt kan påverka företaget på kort sikt är skatter och rykte om budgivning. På lång sikt är det främst bolaget självt som påverkar efterfrågan. De externa faktorerna är svåra att förutsätta och påverkar i hög grad börsens förändringar. När det är oroligt runt omkring företaget ökar risken. Om aktieinvesterarna inte vågar ta risk satsar de istället på de bolagen som anses vara trygga företag. Följden blir att bolagen med hög risk faller i värde trots att de fortfarande kan tjäna mycket pengar. (Intervjuperson A)

Andra faktorer som kan skapa fluktuationer i börsaktiens värde är marknads uppfattning om bolagets VD och ledning. Investerare satsar på de branscher och företag som de har stark tilltro till. Ibland kan det dock vara svårt att bilda sig en uppfattning om bolagen. Inställningen till bolaget formas delvis av om bolaget eller personer inom bolaget har varit insyltade i skumma affärer eller framgångar.

Det är av stor vikt om företaget är förtroendeingivande. Förtroende kan bolaget skapa genom att de är bättre eller har lägre kostnader i jämförelse med konkurrenterna. Bolag som talar mycket om framtiden, men inte kommer till skott med sina planer har minskat förtroende på marknaden och hos investerare. (Ibid)

Karl-Heinz Leitner anser att ledningens skicklighet är den faktor som till störst del avspeglas i företagets aktiepris. Till viss del kan marknadsföring och forsknings och utveckling också synas. En ny produkt påverkar sällan aktiepriset om den inte är radikal på så sätt att det är en ny *platform technology*. Den nya produkten måste i så fall nå ut till en ny marknad och ny bransch. Han poängterar dock att det är ledningens lagarbete och strategi som är den främsta faktorn. (Intervju, Karl-Heinz Leitner)

4.1.4 Företag mer intresserade av Intellectuellt kapital än analytiker

Företag är ofta väldigt självsäkra och övertygade om att de är betydligt bättre än konkurrenterna. I operationella termer är företagen ofta väldigt måna om att göra sitt jobb så bra som möjligt och framhäva detta för intressenter och media. I jämförelse med börsanalytiker är företagen i större utsträckning intresserade av att framhäva sitt Intellectuella kapital. Två troliga anledningar till detta är att det är betydelsefullt för företaget och att det är svårt för analytikerna att bedöma och mäta bolagets Intellectuella kapital. (Intervjuperson A)

4.1.5 Balansräkningens tidsperspektiv

Det analyseras kring hur man skall se på historisk och framtida information. Balansräkningen speglar företagets framtida värde och tillgångarna speglar bolaget möjligheter att utvecklas i framtiden. (Intervju, Niklas Frykström)

Det kan finnas problem med att tillgångar tas upp till anskaffningsvärdet och inte till marknadsvärde i balansräkningen. Risken är att det skapas en skillnad mellan det bokförda värdet och marknadsvärdet. Sedan är frågan om man ser på detta som framtida eller historisk information. Enligt Niklas Frykström speglar balansräkningen det framtida värdet. Detta är mest synligt om man tittar på goodwill eller de immateriella tillgångarna som finns i balansräkningen. (Ibid)

4.1.6 Möjligheten att aktivera Intellectuellt kapital i balansräkningen

Om det skulle vara möjligt att aktivera det Intellectuella kapitalet i balansräkningen skulle man samtidigt bli tvungen att aktivera de utgifter som de kommer att generera. Det skulle alltså leda till att om man tog upp personalen som en tillgång i balansräkningen skulle man även bli skyldig att ta upp sjukskrivningar och andra utgifter som personalen medför. (Intervju, Niklas Frykström)

4.1.7 Intellectuellt kapital påverkan på bolagets aktiepris

Troligen påverkar det Intellectuella kapitalet värdet på aktien. Den diskrepans som finns mellan det bokförda värdet och marknadsvärdet måste vara något som man inte ser. (Intervju, Niklas Frykström)

Karl-Heinz Leitner tror att Intellectuellt kapital har en påverkan på bolagets aktiepris främst genom förtroendet marknaden har för bolagets ledning. Han menar också att ledningens effektivitet bedöms av marknaden. (Intervju, Karl-Heinz Leitner)

Niklas Frykström menar att skillnaden mellan bokfört värde och marknadsvärdet inte enbart består av Intellectuellt kapital. Om exempelvis räntorna ökar och marknadsvärdet sjunker, kan man inte dra slutsatsen att företagets Intellectuella kapital har minskat. Faktorer som marknadsränta, konjunktursvängningar och kreditrating är makroinformation som påverkar värdet på företagets aktie, men som inte ingår i modellen av Intellectuellt kapital. (Intervju, Niklas Frykström)

Under november 2007 fick marknaden kännedom om att Hennes & Mauritz leverantörer haft barnarbete. Enligt Niklas Frykström är detta inte information som kommer att påverka Hennes & Mauritz aktiepris. För att information skall ha någon påverkan på aktiekursen måste det ligga ett nyhetsvärde i informationen. Hennes & Mauritz har en stark policy mot barnarbete, vilket gör att bolagets aktie kan stå emot denna nyhet. Om man ser på aktiekursen på kort sikt kommer det troligen inte ha någon betydelse. Om det däremot hade varit ett annat bolag med mindre förtroende kanske informationen hade haft ett nyhetsvärde. Situationen hade troligen varit helt annorlunda om det hade varit Odd Molly, som är ett relativt ungt och litet företag som hade råkat ut för denna händelse.

Odd Molly är ett högt värderat bolag just nu genom otroligt höga förväntningar. Det är svårt att säga om värdet på bolaget är rimligt och om det är ett värde som kommer att hålla i framtiden. Om bolaget kan leva upp till förväntningarna får framtiden utvisa. (Ibid)

4.2 Bolagsanalys

I detta avsnitt presenteras en sammanfattning månad för månad av det som vi kommit fram till i vår bolagsanalys.

4.2.1 Ericsson

Ericssons aktie har inte haft en positiv utveckling under de senaste åren. Andra stora telekomleverantörer har varit i samma situation. Det beror främst på att tillväxten i branschen har varit lägre än tidigare år. Investerare har satsat på andra branscher som har en snabbare försäljnings- och vinstutveckling. (Dagens Nyheter, den 20 juli 2007) Nedan visas ett diagram över Ericssons akties utveckling under 2007:

Diagram 4.1: Ericssons aktieutveckling



Källa: Dagens Industri

4.2.1.1 Januari

I början av januari gick Ericssons börskurs upp bland annat efter upplysning om snabb ökning av antal kunder med tillgång till snabba 3G-nät. (Dagens Nyheter, den 2 jan 2007) Ericsson beräknas under de kommande fem åren investera närmare 3,5 miljarder i Indien, som numera växer snabbare än Kina. (Dagens Nyheter, den 3 jan 2007) I januari når Ericssonaktien den

högsta noteringen sedan våren 2002 efter Sony Ericssons starka rapport (Dagens Industri, den 17 jan 2007). Det råder mycket höga förväntningar på Ericssons bokslut för 2006 då verkställande direktör Carl-Henric Svanberg tidigare uttalat sig om att bolaget avslutat starkt 2006. (Dagens Nyheter, den 3 jan 2007)

4.2.1.2 Februari

Ericsson redovisar en ökad vinst, höjd utdelning och fortsatt ökning av marknadsdelar i februari. Trots det goda resultatet så rasar aktien efter att besked om att bolaget justerat sin tillväxtprognos och sänkt marknadsbedömningen inför 2007. Analytikerna har mycket stora förväntningar på rapporten som ska släppas i april. Det råder större osäkerhet än vanligt kring tillväxtpotentialen och lönsamheten. (Dagens Nyheter, den 2 feb 2007)

4.2.1.3 Mars

Norska Tandberg och Ericsson diskuterar bud i mars. (Dagens Nyheter, den 6 mars 2007) Ericsson har på kort tid köpt två företag och nu väntar Tandberg. Efter affären blir det bara mindre tilläggsförvärv enligt verkställande direktör Carl-Henric Svanberg. (Dagens Nyheter, den 10 mars 2007) Under de senaste åren har Ericsson varit en dålig placering för småsparare, då de förväntar sig en aktie med tillväxt och inte bara utdelning (Dagens Nyheter, den 7 mars 2007).

4.2.1.4 April

Ericssons aktie sjunker efter att världens största mobiltillverkare Nokia Siemens skriver ner sin prognos för efterfrågan på nätverk i april (Dagens Nyheter, den 2 april 2007). Ericssons aktie har i princip legat på samma nivå under tre år. Analytikerna tror att tillväxten kommer att avta under kommande år och vinsten per aktie förväntas öka med 9,2 procent under 2007 och 7,8 procent under 2008. Affärsvärlden rekommenderar i april marknaden att köpa Ericssons aktie. Detta med motiveringen att Ericssons kommer att få en tvåsiffrig vinsttillväxt under 2008 som kommer att visa sig i form av en högre aktiekurs redan i år. (Affärsvärlden, nr 17 2007)

4.2.1.5 Maj

Veckans Affärer lägger en säljrekommendation på Ericsson i maj med motiveringen att tillväxten på mobilmarknaden är ostadig och att operatörerna i större utsträckning samarbetar om nät vilket minskar investeringarna samt att det nya teknikskiftet kan missgynna bolaget

(Dagens Industri, den 3 maj 2007). Ericsson får höjt kreditbetyg med motiveringen om stabil lönsamhet och konservativ finansiell struktur. (Dagens Nyheter, den 14 maj 2007)

4.2.1.6 Juni

Ericsson tecknar avtal med världens största mobiloperatör *China Mobile* i Kina och avtalet beräknas ha ett värde på sju miljarder kronor. Kina håller på att bli Ericssons största marknad. Avtalet anses viktigt för att kunna bibehålla stämningen i det konkurrensintensiva Kina. (Dagens Nyheter, den 10 juni 2007)

4.2.1.7 Juli

HSBC höjer sin rekommendation för Ericsson i juli med motiveringen om fortsatt tillväxt genom bland annat Sony Ericsson. (Dagens Industri, den 4 juli 2007) Ericsson har fått en rekordorder i Indien som beräknas ha ett värde på 13,3 miljarder kronor (Dagens Nyheter, den 18 juli 2007).

4.2.1.8 Augusti

Ericsson har bra tillväxtutsikter genom en gynnsam verksamhet, ökade marknadsdelar och förbättring för Sony Ericsson. Enligt *Allegiant International Equity Fund* så underskattar marknaden Ericssons tillväxtpotential. (Dagens Nyheter, den 10 augusti 2007)

4.2.1.9 September

Ericssons verkställande direktör Carl-Henric Svanberg kommer med optimistiska budskap om stark abonnenttillväxt och växande datatrafik i mobilnätet vilket får aktien att stiga. Prognosen inför 2007 är däremot oförändrad. (Dagens Nyheter, den 11 september 2007) Ericsson har fått en order från den indiska operatören BSNL som beräknas ha ett värde på 1,3 miljarder dollar. (Dagens Industri, den 10 sep 2007)

4.2.1.10 Oktober

Under hösten har dollarn försvagats med tolv procent. Raset blir ett orosmoln inför tredje kvartalets delårsrapporter. (Dagens Nyheter, den 8 oktober 2007)

Stockolmsbörsen sjunker efter Ericssons vinstvarning som kommer oväntat i oktober. Den förändrade utsikten får marginalerna och framtidsutsikterna att se helt annorlunda ut. (Dagens Nyheter, den 16 oktober 2007) Ericssons förtroende anses ha sjunkit på grund av olustiga

överraskningar i sin kommunikation och rapportering (Dagens Nyheter, den 17 oktober 2007). Det spekuleras kring om Ericsson har lämnat vilseledande information (Dagens Nyheter, den 30 oktober 2007). Ericsson utser Hans Vestberg till ny finanschef efter att Karl-Henrik Sundström på egen begäran lämnat Ericsson. (Dagens Nyheter, den 25 oktober 2007)

4.2.1.12 November

Ericssons aktie faller kraftigt i november efter verkställande direktör Carl-Henric Svanberg hållit möte för analytiker i USA. Svanberg tvingas erkänna att försäljningen kommer att ligga lägre än det intervall som tidigare satts upp och att bolaget har fortsatta problem på nätverksmarknaden. (Dagens Nyheter, den 20 november 2007) Anledningen till börsrasen har troligen med den allmänna oron som finns att göra och att analytikerna har tolkat alla former av risk väldigt noggrant. (Dagens Nyheter, den 23 november 2007)

4.2.2 Hennes & Mauritz

Det går bra för svenskt mode på grund av den goda konjunkturen, den svenska designens rykte och stora företag som Hennes & Mauritz som driver upp efterfrågan (Dagens Nyheter, den 9 januari 2007). Nedan visas ett diagram över aktieutvecklingen för Hennes & Mauritz:

Diagram 4.2: Hennes & Mauritz aktieutveckling



Källa: Dagens Industri

4.2.2.1 Januari

Hennes & Mauritz är känsligt för väderleken men trots att det aktuella vädret inte är någon fördel har försäljningen ökat i jämförbara butiker, utan att prisnedsättningar och marknadsföringskostnader varit större än normalt. 2006 års resultat har varit det bästa för Hennes & Mauritz hittills. Det beror på positivt tillmötesgående från kunder, effektivare inköp och förbättrad logistik. Etableringen i Mellanöstern och Asien medför att företaget kommer att fortsätta sin expansion framöver. (Dagens Nyheter, den 25 januari 2007)

4.2.2.2 februari

Hennes & Mauritz är ett av företagen som med sina designersamarbeten har gett svenskt mode mer trovärdighet (Dagens Nyheter, den 16 februari 2007).

4.2.2.3 Mars

Hennes & Mauritz öppnar sin första butik i Hong Kong och planerar att öppna ytterligare fem butiker under 2007 i Asien. Totalt planerar företaget att under detta år öppna 170 nya butiker, främst i USA och Europa. (Dagens Nyheter, den 16 mars 2007) Dessutom har företaget nya produktanseringar bestående av en kollektion av skor, heminredningskonceptet, H&M Home, och de nya butikerna, Cos. (Dagens Nyheter, den 14 mars 2007)

H&M-aktien har sedan sommaren 2006 ökat med mer än 50 procent och noteras för första gången över 400 kronor (Dagens Nyheter, den 23 mars 2007). Hennes & Mauritz har en relativt hög bruttomarginal som beror på en lägre dollarkurs, effektivare inköpsarbete och en mindre andel prisnedsättningar (Dagens Nyheter, den 28 mars 2007). Erik Penser Fondkommission justerar upp sina prognoser på grund av bruttomarginalen och av en generellt mer positiv bild av konsumtionen i Europa. Företaget har dessutom positionerat sig väl i relation till den goda konjunkturen. Credit Suisse höjer sin riktkurs baserat på försäljningsökningar, nya kollektioner och förändringar inom EU: s importkvoter som kan ge företaget fördelar. (Dagens Industri, den 29 mars 2007)

4.2.2.4 April

Lanseringen av Madonnas kollektion höjde försäljningen i mars med närmare 30 procent. Företaget har dock haft en stadig butiksexpansion på 10 till 15 procent årligen de senaste 15 åren. Aktien har gått upp med 80 procent jämfört med april förra året. H&M-aktien är en bra aktie att inneha vid en orolig börs. En anledning till att det gått bra för Hennes & Mauritz den

senaste tiden är lagarbete. Det är nämligen ingen nyckelperson utan hela företaget som bidragit till framgången. Styrkan återfinns i att företaget är skickliga på att utveckla talanger och många stannar länge i företaget. (Affärsvärlden, nr 18)

4.2.2.5 Maj

Hennes & Mauritz redovisar en försäljningsökning jämfört med samma månad förra året vilket medför att aktien ökar med 1,25 procent (Dagens Nyheter, den 15 maj 2007).

4.2.2.6 Juni

Efter att gett ut en ny rapport sjunker Hennes & Mauritz med 0,5 procent på börsen (Dagens Nyheter, den 21 juni 2007).

4.2.2.7 Juli

Hennes & Mauritz redovisade en försäljningsökning med 17 procent i juni jämfört med samma månad 2006. Analytikerna estimerade en ökning med 15 % (Dagens Nyheter, den 16 juli 2007).

4.2.2.8 Augusti

Efter börsnedgången är det lämpligt att satsa på företag som har en låg skuldsättningsgrad och en säker vinstprognos. Hennes & Mauritz är ett av dessa företag som finns representerade (Dagens Nyheter, den 13 augusti 2007). Det är ett företag som har tillväxtpotentialer och är mindre känsligt för konjunktursvängningar (Affärsvärlden, nr 33). Nedgången på börsen har stor effekt på de stora aktieägarna. Stefan Persson har förlorat nio miljarder. Vid en jämförelse med noteringen i maj har han förlorat 19 miljarder. (Dagens Nyheter, den 17 augusti 2007)

Det ökade priset på risk dominerar placerares investering och påverkar aktiekurserna nedåt. Aktiemarknaden står inför en ny fas där oviljan för osäkerhet byts ut mot viljan för köpvärda aktier. I detta sammanhang har det utländska kapitalet betydelse och vid en jämförelse mellan företagen på Stockholmsbörsen är Hennes & Mauritz det dyraste bolaget. Aktien värderas 20 gånger vinsten. (Dagens Industri, den 25 augusti 2007)

Företaget går i motsatt riktning i jämförelse med uppgången på börsen och faller i värde. Anledningen till detta kan vara en sänkt rekommendation från ett mäklarhus (Dagens Nyheter, den 23 augusti 2007).

4.2.2.9 September

Hennes & Mauritz anklagas för att utnyttja sin arbetskraft i Indien. Företaget har som krav att deras leverantörer följer lagen och betalar minst minimilön (Dagens Nyheter, den 3 september 2007).

Kostnaderna har varit högre än det normalt sett brukar vara. Detta är en medveten strategi eftersom Hennes & Mauritz har expanderat på nya marknader och även investerat i det befintliga butiksnätet. Företaget informerar om att H&M *Home* är försenat och inte kommer att lanseras förrän 2008. Orsaken till förseningen är en underskattning av omfattningen av arbetet. (Dagens Nyheter, den 26 september 2007)

4.2.2.10 Oktober

Analytiker räknade med en försäljningsökning på totalt 21 procent för september men Hennes & Mauritz redovisar en ökning på 25 procent jämfört med förra året. (Dagens Nyheter, den 15 oktober 2007)

Hennes & Mauritz har blivit Stockholmsbörsens största företag. Företagets kontinuerliga lanseringar av kollektioner från kända designers är ett bevis på att det på allvar har blivit ett internationellt företag. Orsaken till att det har gått bra är ett maximalt utnyttjande av marknadsföringspotentialen. (Affärsvärlden, nr 44)

4.2.2.11 November

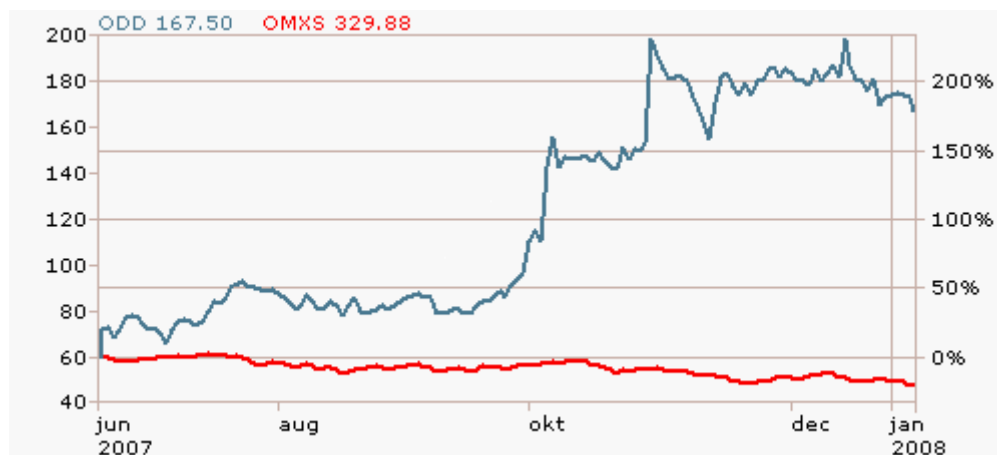
Den offentliga lanseringen av Roberto Cavallis kollektion sker. Hennes & Mauritz är fortfarande ny på den italienska marknaden och genom samarbetet med den italienska designern skapas det publicitet och intresse. (Dagens Nyheter, den 8 november 2007) Företaget rankas först över företag med den största tillväxtkraften (Affärsvärlden nr 47).

Företaget anklagas för barnarbete men meddelar att de kontrollerar sina egna leverantörer. Under leverantörerna finns det dock en lång och komplicerad förädlingskedja som är svår att kontrollera. (Dagens Nyheter, den 25 november 2007)

4.2.3 Odd Molly

Odd Molly börsintroducerades på First North i juni 2007. Sedan företaget startade år 2002 har bolaget fördubblat sin omsättning varje år. Kapitalet som börsintroduktionen genererar till bolaget ska användas till expansion på befintliga och nya marknader. Odd Molly ser även introduktionen som en värdefull kvalitetsstämpel. (Dagens Nyheter, den 14 maj 2007) Nedan visas ett diagram över Odd Mollys aktieutveckling under 2007:

Diagram 4.3: Odd Mollys aktieutveckling



Källa: Dagens Industri

4.2.3.1 Maj

Affärsvärlden lägger en rekommendation i maj gällande att inte teckna aktier i samband med börsintroduktionen av Odd Molly. Bolaget anses ha goda chanser att växa och bolaget räknar med att ha en omsättning på 120 miljoner under 2007. Konkurrenten är hård och riskerna är många för ett litet nischat bolag som Odd Molly. Bolaget anses vara extra känsligt för misslyckanden och konjunkturedgång. Bolaget måste bevisa att de kan differentiera sig eftersom det inte finns någon historik som kan bevisa deras styrka. (Affärsvärlden nr 21)

4.2.3.2 Juni

Odd Mollys aktie stiger kraftigt efter kursintroduktionen på First North. Teckningskursen är 40 kronor, men den första försäljningen ligger på 64 kronor. Redan vid lunch har aktien stigit med 52 procent från teckningskursen och börsintroduktionen blir en rivstart för bolaget. (Dagens Nyheter, den 18 juni 2007)

4.2.3.3 Augusti

Bäst gick det för Odd Molly av klädföretagen första halvåret 2007 som steg med 37 procent under de två första månaderna efter börsintroduktionen i juni (Dagens Nyheter, den 13 augusti 2007).

4.2.3.4 Oktober

Odd Mollys aktie rusar på börsen i oktober. Ledningen är förvånad över aktiens kraftiga uppgång. Enligt verkställande direktör Christina Tillman är anledningen till detta spekulationer kring ordervärdet och ett tecken på förväntningar om ordersumman. (Dagens Nyheter, den 2 oktober 2007) Börsen värderar företaget till 800 miljoner kronor. För företaget krävs det att det lyckas med marknadsföringen eftersom priselasticiteten är hög. Missar i kollektioner och nyckelpersoner kan påverka kursen direkt. (Affärsvärlden nr 42)

Odd Molly släpper sina ordersiffror den 4 oktober och bolagets beställningar ökar med 158 procent. Aktien stiger under samma morgon med 25 procent. (Dagens Nyheter, den 4 oktober 2007) Odd Molly redovisar en omsättning på 107,3 miljoner kronor för årets första nio månader år 2007, jämfört med 45,2 miljoner kronor under 2006 (Dagens Nyheter, den 30 oktober 2007).

4.2.3.5 November

Hösten 2007 har varit en tuff höst för småbolagen. En tredjedel av de småbolag som är listade på First North har under 2007 förlorat 40 procent av sitt börsvärde. Men Odd Molly har gått emot strömmen och tredubblat sitt börsvärde sedan introduktionen i juni. (Dagens Industri, den 10 december 2007)

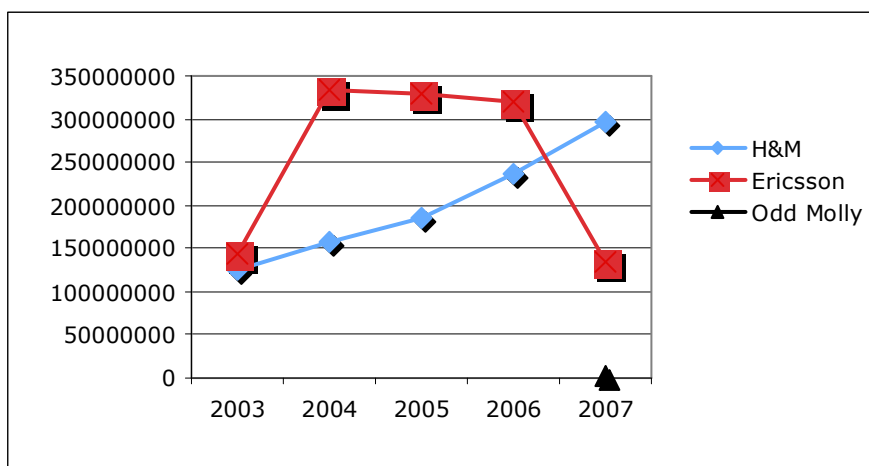
4.3 Bokslutsanalys

4.3.1 Marknadsvärde minus justerat eget kapital

Nedan visas resultatet från beräkningar av hur mycket större marknadsvärdet är än det bokförda värdet för Hennes & Mauritz, Ericsson och Odd Molly:

Tabell 4.1: Marknadsvärde minus justerat eget kapital i svenska kronor

År	Hennes & Mauritz	Ericsson	Odd Molly
2007	296637112000	135 053 800 000	1 966 210 000
2006	236204984000	318 996 650 000	0
2005	184545608000	328 410 200 000	0
2004	156538776000	332 770 200 000	0
2003	125963404000	143 674 400 000	0



Källa: Egen (Observera att grafen är i tusental)

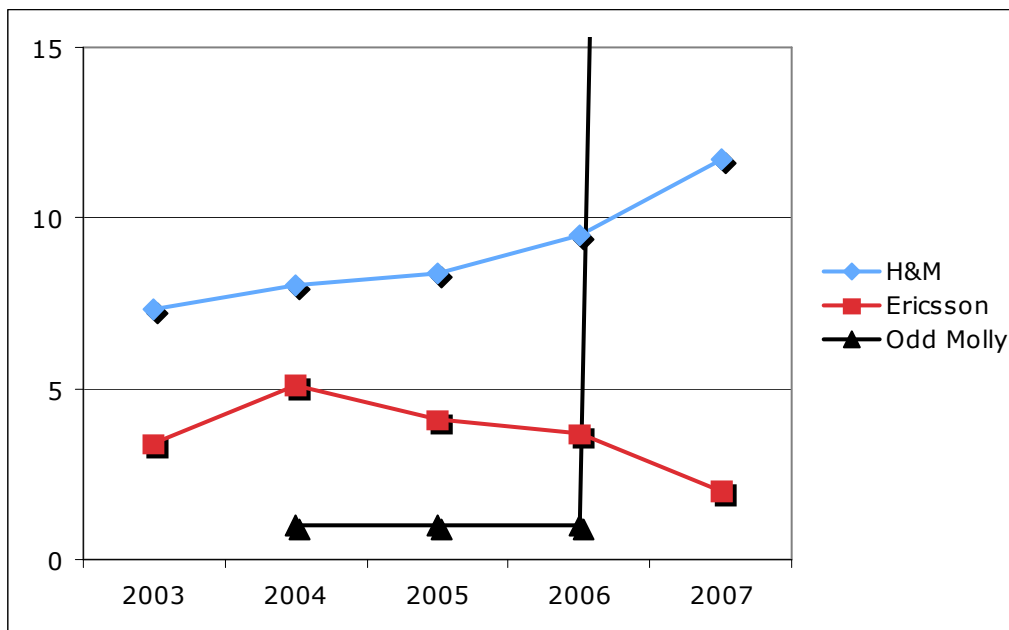
Resultatet visar att Hennes & Mauritz under perioden stadigt har ökat skillnaden mellan marknadsvärde och bokfört värde. Ericssons förändringar i skillnaden har fluktuerat. Störst skillnad mellan marknadsvärde och bokfört värde var det 2004 till 2006. Se nedan i tabell 4.2 för jämförelse.

4.3.2 Market-to-book ratio

Tabellen nedan visar hur många gånger större marknadsvärdet är i jämförelse med det bokförda värdet:

Tabell 4.2: Market-to-book ratio

År	Hennes & Mauritz	Ericsson	Odd Molly
2007	11,7	2	201,8
2006	9,5	3,7	1
2005	8,4	4,1	1
2004	8	5,1	1
2003	7,3	3,4	



Källa: Egen

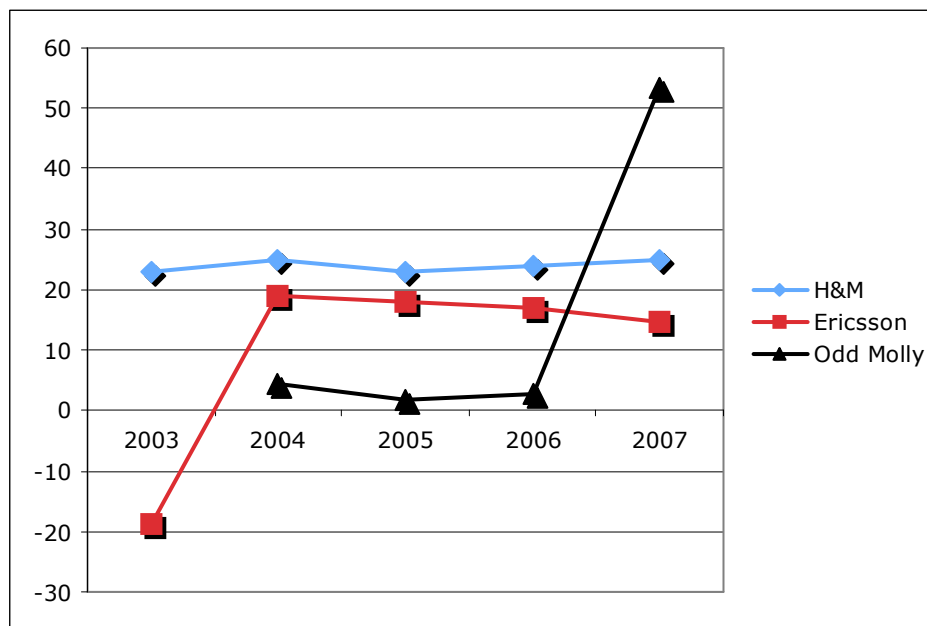
Utifrån tabellen ovan är det möjligt att utläsa att Hennes & Mauritz stadigt har ökat spridningen mellan marknadsvärdet och det bokförda värdet. Ericsson har också en ökning av spridningen fram till 2004 då det vänder och tenderar att minska. Det som går att utläsa från tabellen ovan om Odd Molly är att deras spridning är enormt stor.

4.3.3 P/e-tal

P/e-talen för Hennes & Mauritz, Ericsson och Odd Molly ser ut på följande sätt under en femårsperiod:

Tabell 4.3: P/e-tal

År	Hennes & Mauritz	Ericsson	Odd Molly
2007	24,8	14,7	53,5
2006	24	17	2,9
2005	23	18	1,8
2004	25	19	4,5
2003	23	-18,7	



Källa: Egen

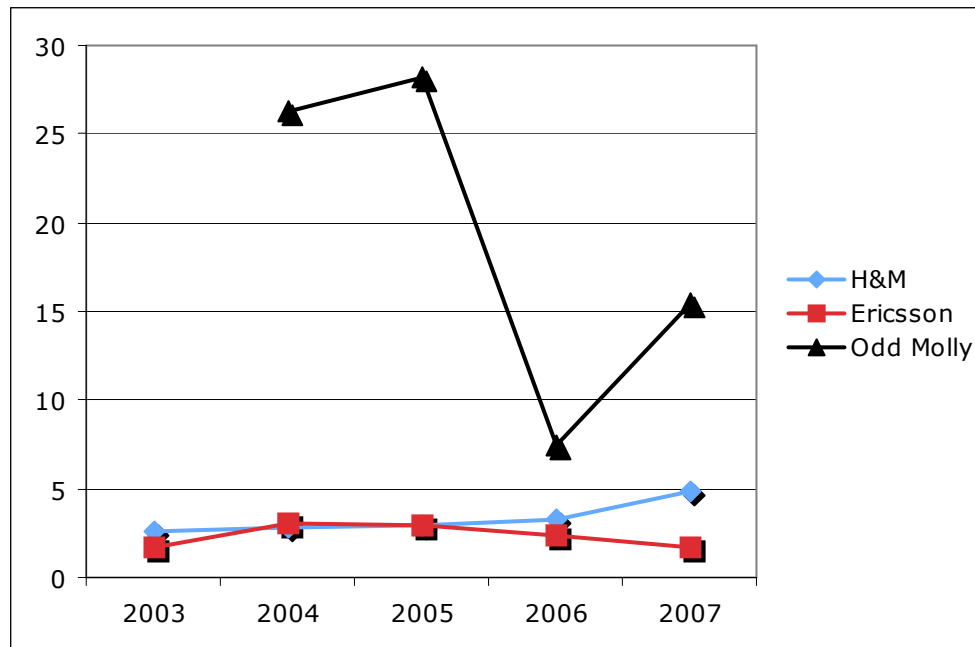
Utifrån denna översikt över de tre företagen kan vi se att Hennes & Mauritz har haft ett jämnt p/e-tal under de fem åren. Företaget har relativt sett ett högt p/e-tal. Ericsson är ett företag där p/e-talet har fluktuerat. Anledningen till att p/e-talet för 2003 är negativt är en negativ vinst per aktie (se bilaga två). Odd Mollys p/e-tal är mycket högt för 2007. När detta p/e-tal är mätt är aktiekursen relativt hög, det vill säga 187 kronor (Dagens Industri, den 14 november 2007). Odd Mollys p/e-tal har ökat enormt sedan företaget blev publikt.

4.3.4 P/s-tal

P/s-talen för företagen presenteras nedan:

Tabell 4.4: P/s-tal

År	Hennes & Mauritz	Ericsson	Odd Molly
2007	4,9	1,7	15,4
2006	3,3	2,4	7,5
2005	2,9	2,9	28,2
2004	2,8	3,1	26,3
2003	2,6	1,7	-



Källa: Egen

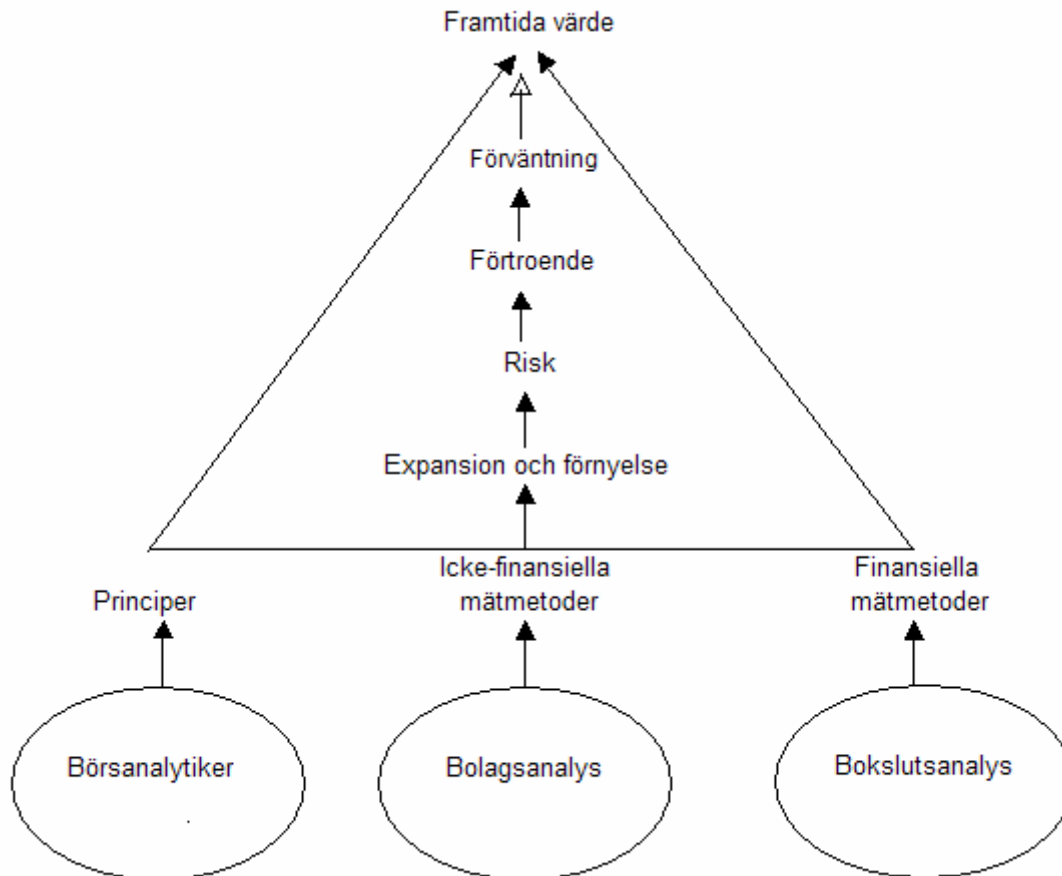
Hennes & Mauritz har under de senaste fem åren haft en stadig ökning vad gäller sitt p/s-tal. Det senaste mätta året har ökningen varit förhållandevis större än under de föregående åren. Ericsson hade 2004 det högsta p/s-talet och 2007 har företaget samma p/s-tal som det hade det första mätta året, nämligen 2003. Odd Mollys p/s-tal har fluktuerat under de fyra åren företaget har varit ett aktiebolag. Lägst p/s-tal uppnådde företaget 2006.

5 Diskussion

I denna del av uppsatsen diskuterar vi faktorer som utgör en struktur i undersökningen. Vi för även en diskussion kring vilken betydelse subjektivitet har vid värdering.

Precis som teorin behandlar är det svårt att hitta en gemensam mätmetod för Intellectuellt kapital vid icke finansiella metoder. Om de tre företagen som vi undersökt i denna uppsats, Ericsson, Hennes & Mauritz och Odd Molly, är några faktorer återkommande i den information som publicerats i bolagsanalysen. De tre företagen är verksamma i helt olika kontexter och det är möjligt att tänka sig att de strävar efter olika typer av värde eftersom de exempelvis tillhör olika branscher. Vid granskning av de artiklar som publicerats om bolagen har vi funnit en struktur som är gemensam för de olika bolagen. Strukturen visar sig på olika sätt i de olika bolagen men faktorerna finns representerade under det gångna året i den mediala undersökningen. Nedan redogörs för de faktorer som är återkommande i informationen om bolagen. Dessa är expansion och förnyelse, risk, förtroende och förväntningar. Faktorerna har en trattliknande uppbyggnad då de bygger på varandra. Diskussionen av de framtagna faktorerna knyts till respektive företags värde. Anledningen till att de tre pelarna i modellen nedan knyts samman i ett framtida värde är att de finansiella mätmetoderna i bokslutsanalysen genomgående visar ett framtida värde. I börsanalytikens principer visar det sig att värderingen görs efter vad som framtiden kan prognostiseras ge och bolagsanalysen mynnar genom faktorerna också ut i ett framtida värde. Modellen nedan illustrerar diskussionens uppbyggnad.

Figur 5.1: Diskussionens uppbyggnad



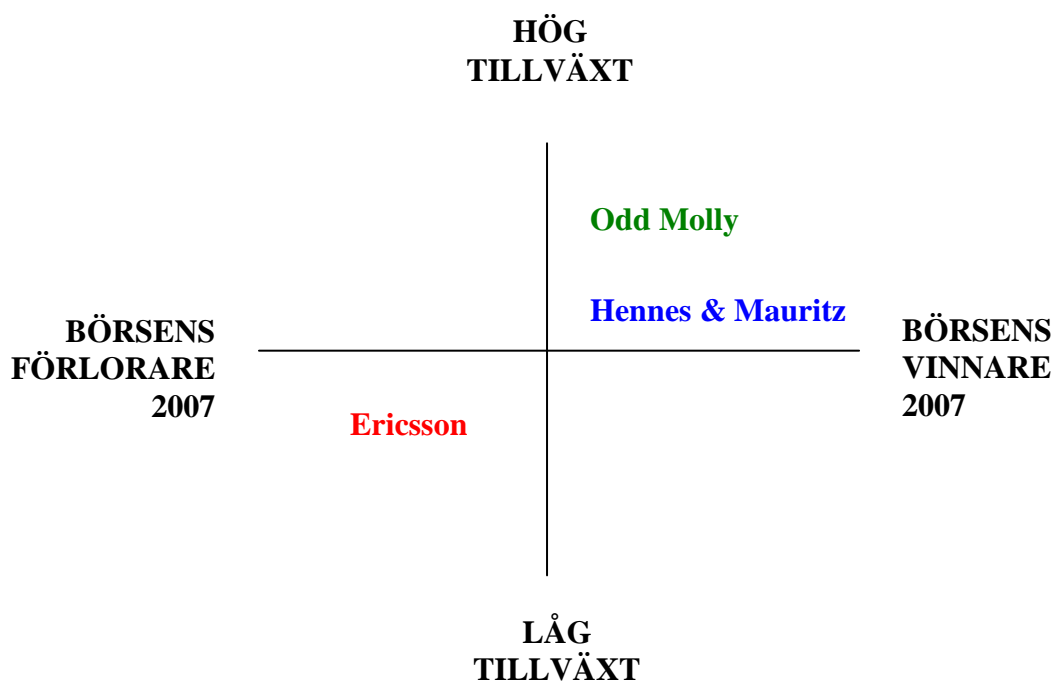
Källa: Egen

5.1 Faktorer som är väsentliga i information om företag

5.1.1 Expansion och förnyelse

I den mediala informationen som vi har granskat har det talats mycket om innovationskapital, i form av expansion. Ericsson har intagit många nya marknader, till exempel Indien. Även Hennes & Mauritz har expanderat runt om i världen. Etablering på nya marknader innebär bland annat nya kunder för företaget. Dock krävs det förmodligen tid och resurser för att skapa ett ökat kundkapital, det vill säga goda kundrelationer. Ericsson, Hennes & Mauritz och Odd Molly förhåller sig på följande sätt:

Figur 5.2: Exempelföretagens förhållande till varandra



Källa: Egen

Hennes & Mauritz har förnyat sig betydligt under året. De har stått inför nya produktansättningar bestående av en kollektion med skor, heminredningskonceptet, H&M Home, och de nya butikerna, Cos.

Hennes & Mauritz har de senaste fem åren haft ett stadigt högt p/e-tal men expansionen bör tas i beaktning. Företaget har som sagt haft en butiksexpansion på över tio procent de senaste åren. Det samma gäller p/s-talet som det senaste året betydligt har ökat. Enligt Atiya, Talaat och Shaheen (1997) kan ett högt p/e-tal medföra att aktien kan vara övervärderad men eftersom Hennes & Mauritz tillväxt genom expansion och förnyelse är så pass stor är detta förmodligen inte fallet. Däremot kan Odd Mollys enormt höga p/e-tal ifrågasättas. Även om media den senaste tiden varit överens om att Odd Molly är ett företag som har tillväxtpotential kan deras p/e-tal på 53,5 tyckas visa på att deras aktie är övervärderad.

Det är möjligt att reflektera, utifrån de två företagens nyckeltal, hur tillväxtföretag bedöms olika beroende på om de nyligen har börsintroducerats eller om de är väletablerade. Både bokslutsanalysen och bolagsanalysen visar att Hennes & Mauritz och Odd Molly har en tillväxt och förnyelse som har en inverkan på aktievärdet. Att marknaden anser att ett nyligen introducerat företag har så mycket mer tillväxtpotential än ett väletablerat företag som Hennes & Mauritz är intressant. I intervjun med Karl-Heinz Leitner berättar han att han inte tror att

förnyelse har stor påverkan på aktievärdet om det inte är en genomgripande innovation. Denna tanke blir intressant vid jämförelsen mellan Hennes & Mauritz och Odd Molly. Eftersom Hennes & Mauritz haft ett stabilt högt p/e-tal de senaste åren, en ökad trygghet tillväxt och visat på förnyelse är det relevant att undra, i jämförelse med Odd Molly, varför inte dess tillväxt och förnyelse är värderat högre. Frågan är då om det går att säga att Hennes & Mauritz förnyelser är påtagliga innovationer. Dess alla expansionsstrategier visar en förnyelse men knappast en innovation eftersom det redan är ett existerande koncept som företaget använt sig av i flera år. Odd Molly har däremot genomgått en förnyelse som i allra högsta grad varit en innovation genom börsintroduktionen.

Även Hennes & Mauritz och Odd Mollys *market-to-book ratio* visar på att företagen har tillväxtpotentialer. Chen och Zhao (2006) menar att företag överlag med en stor *market-to-book ratio* har ökade forsknings- och utvecklingskostnader. Hennes & Mauritz har det senaste året haft relativt höga kostnader på grund av expansion och investering i det befintliga butiksnätet. Eftersom Hennes & Mauritz har haft lanseringar av nya kollektioner med renommerade namn har detta varit en medveten strategi. En ökad *market-to-book ratio* kan medföra ökade forsknings- och utvecklingskostnader för Hennes & Mauritz eftersom det bakom framgången sitter kunniga anställda som ofta stannar inom företaget. Hennes & Mauritz är ett företag som lyckats att använda sina anställdas kompetens, humankapitalet, i företaget och med denna stärkt strukturkapitalet.

5.1.2 Risk

Utvecklingen på den amerikanska bolånemarknaden påverkade Stockholmsbörsen under hösten. Nästan samtliga bolags aktier sjönk i värde. Börsen påverkades även av en försvagad dollar som fick den att sjunka ytterligare. Under det gångna året har det funnits flertalet exempel på hur makroekonomiska faktorer påverkar aktiekurserna och företagen. Hennes & Mauritz är ett lågprisföretag och därför inte lika konjunkturkänsligt som många andra företag är. Företaget visar vid fluktuationer på börsen att aktien är relativt säker och att det är ett företag som karakteriseras av de faktorer som är lämpliga att ha i åtanke vid en orolig börs, nämligen låg skuldsättningsgrad och en säker vinstprognos. Företagets höga soliditet medför en liten finansiell risk. Då företaget är väletablerat på marknaden är en reflektion att

affärsrisken också är liten och därmed borde den totala risken ligga på en låg nivå. Eftersom företaget återkommande redovisar högre resultat än vad som är prognostiserat har detta säkerligen en inverkan. För företag verksamma inom modebranschen är modemissar alltid en risk eftersom butikskonceptet kan bli misslyckat. För att inte förlora tid och pengar vid misslyckade butikskoncept är det viktigt att ha korta ledtider och vara effektiv. Enligt Karl-Heinz Leitner påverkar ledningens effektivitet hur marknaden värderar ett företag. Utifrån detta resonemang är det möjligt att tänka sig att Hennes & Mauritz har lyckats skapa ett värde genom effektiviteten i företaget. Utifrån bolagsanalysen kan vi nämligen utläsa att företaget har ett stort processkapital.

Risk är också nära förknippat till ovan analyserade faktorer, nämligen expansion och förnyelse. Det är möjligt att tänka sig att Odd Molly ökade sitt värde trots att börsen var orolig eftersom företaget visade på en betydlig förnyelse. Möjligheterna som uppstår tillsammans med förnyelse är det möjligt att se i relation till risk. Expansion och förnyelse medför nya möjligheter att nå nya framgångar men samtidigt ökar risken. Det är relevant att fundera över om förnyelse bara har en påverkan på aktievärdet om det uppstår risker tillsammans med förnyelsen. Hennes & Mauritz har som sagt en relativ säker aktie även om de expanderar och hittar nya sätt att förnya sig på.

Hennes & Mauritz har anklagats för barnarbete och för utnyttjande av arbetskraft. Med en komplicerad värdekedja uppstår det risker eftersom företaget inte har möjlighet att ha översikt och påverka alla led. För Hennes & Mauritz kan hållbar utveckling vara den största utmaningen och det krävs mer än att endast undvika barnarbete. Det kan tänkas att kunder generellt kräver etiskt hållbara processer genom hela värdekedjan. Detta medför att företaget för att inte minska sitt kundkapital måste öka sitt organisationskapital, och då framförallt leverantörs- och distributionskanalerna.

Även för Ericsson har risk en stor betydelse och redan i början av 2007 rådde det en osäkerhet kring företagets tillväxtpotential och lönsamhet. Det blir synligt vilken risk som företaget medför då Ericsson i maj får ett höjt kreditbetyg med motiveringen att företaget har en stabil lönsamhet. I slutet av 2007 visar det sig att marknaden haft fel då företaget informerar marknaden om att omsättningen är lägre än väntat. Ericssons aktie sjönk betydligt i värde efter vinstvarningen. Vid en orolig börs ökar risken kring företaget. En fundering är hur stort Ericssons strukturkapital är och hur mycket det värdesätts. Om företaget hade haft fungerande

rutiner och effektiva interna processer kanske det skulle ha kunnat informera marknaden tidigare.

Vid beaktning av risk är det även väsentligt att uppmärksamma branschtillhörigheten. Telekombranschen har haft det svårt de senaste åren på grund av pressade marginaler och investerare som valt att satsa på andra branscher med högre tillväxt. Branschlogiken är en anledning till varför det är en stor skillnad i nyckeltalen mellan Ericsson och Hennes & Mauritz. I intervjun med Karl-Heinz Leitner framgår det att han anser att skillnaden mellan marknadsvärdet och det bokförda värdet är branschspecifik. Utifrån detta resonemang och nyckeltalen kan vi se att det är ett samband mellan branschspecifik risk och Intellectuellt kapital.

5.1.3 Förtroende

Analytikerna ansåg att Ericsson borde ha vinstvarnat mycket tidigare och att bolaget handlat fel i sin kommunikation till marknaden. De skrev betydligt ner vinstförväntningarna och det spekulerades om företaget skulle byta ut sin verkställande direktör Carl-Henric Svanberg. Ericsson har tidigare haft 18 månader med starka finansiella resultat men svaga kassaflöden. De svaga kassaflödena har medfört att det tagit lång tid att betala leverantörerna (Nag och Curtin, 2007). Detta har säkerligen påverkat marknads värdering av företaget eftersom analytiker måste ha upptäckt detta vid kassaflödesanalyser. Marknadens förtroende för företaget sjönk och Ericssons kundkapital minskade i storlek. En fundering är om kvaliteten på Ericssons kommunikation till marknaden var så pass låg att marknaden blev för besviken för att kunna behålla förtroendet. Enligt Arvidsson (2003) vill ledningen i ett företag generellt minska informationsasymmetrin. Om inte kommunikationen till marknaden fungerar är det möjligt att tänka sig att Ericsson antingen inte är mån om relationen till marknaden eller att kvaliteten på de interna processerna, processkapitalet, i företaget är låg. Båda dessa anledningar leder till att marknads förtroende sjunker.

Hennes & Mauritz har i olikhet med Ericsson haft ett stadigt förtroende under det gångna året. Vid en orolig börs visar det sig att företaget är ett av de företag som bibehåller sitt förtroende. Företaget har dessutom ett så pass starkt förtroende att det anses bidra till ett förtroende för hela branschen. En styrka kan vara att företaget har lyckats med att behålla kompetensen inom

företaget. Enligt bolagsanalysen är det inte ett fåtal nyckelpersoner som bidragit till framgången utan lagarbetet. Detta kan vara ett tecken på hur företaget lyckats att balansera sitt strukturkapital. Företaget har ett stort organisationskapital eftersom kunskapen genomsyrar hela företaget. Hennes & Mauritz meddelade i september att H&M *Home* är försenat och därmed skjuts upp. Enligt Intervjuperson A är det av betydelse att företaget håller vad det lovar för att bibehålla förtroendet. Detta stämmer dock inte i detta fall. Förseningen av H&M *Home* påverkade inte aktievärdet nämnvärt vilket kan vara ett bevis på hur stort kundkapital företaget har.

Eftersom Odd Molly är ett relativt nytt företag har marknaden ingen erfarenhet vad gäller företagets styrka. Detta medför att företaget måste bevisa för marknaden att det har den kompetens och strategi som behövs för att lyckas.

Enligt Anderson och Brooks (2006) har vilket år som undersöks betydelse för nivån på p/e-talet eftersom marknads förtroende kan variera. Under den femårsperiod som är undersökt i bokslutsanalysen kan vi se att marknaden har ett stabilt och stort förtroende för Hennes & Mauritz, vilket inte har fluktuerat beroende på vilket år som undersökts. Ericsson däremot har ett p/e-tal som växlat nivå i bokslutsanalysen. Det första undersökta året hade företaget ett negativt p/e-tal vilket medför att det är intressant att ta dess p/s-tal i beaktning. Även om p/e-talet för 2007 har sjunkit i relation till nyckeltalet för 2006 kan vi i bolagsanalysen se att p/s-talet inte visar på samma fluktuation. Detsamma gäller p/s-talet för 2003 jämfört med det för 2007. P/e-talen för samma år har en helt annan variation. År 2003 var p/e-talet negativt, -18,7, och därmed inte redovisat i Ericssons årsredovisning. Intressant att notera även om det sträcker sig utanför den undersökta perioden är att Ericsson hade åren 2000 och 2001 höga p/e-värden på 40 respektive 89 (Ericssons årsredovisning, 2001).

5.1.4 Förväntningar

Enligt bolagsanalysen har Ericsson, förutom vinstvarnat för sent, också visat upp en vilseledande positiv attityd inför marknaden. Verkställande direktör Carl-Henric Svanberg har nämligen återkommande gett optimistiska besked. Företaget har bortsett från negativa nyheter och endast förmedlat positiva sådana. Eftersom ledningen själv fick vetskap om den justerade vinsten endast ett fåtal dagar innan marknaden informerades är det väsentligt att undra hur marknaden i fall som detta ska kunna göra en värdering. Utifrån bolagsanalysen går det att se att analytiker under året prognostiserat ökad lönsamhet och tillväxt för kommande år. Detta bygger bland annat på att Ericssons ledning gett fel budskap som resulterat i ett minskat förtroende. Att ha höga förväntningar på företaget verkar orimligt om inte ett förtroende finns. I våra intervjuer visar det sig att ledningens kompetens och erfarenhet har betydelse vid aktievärdering. Utifrån Ericssons fall är det möjligt att se att förväntningarna för framtiden marknaden har på ett företag bygger på den tidigare kvaliteten ledningen levererat.

Det vilar förmodligen mycket stora förväntningar i Odd Mollys aktievärde. Bolaget har ingen lång historia där vi kan få svar på hur duktiga de är. Bolagets aktie sköt i höjden efter börsintroduktionen. Enligt Pástor och Veronesi (2003) har unga företag en stor *market-to-book ratio* eftersom förväntningarna är höga på vad företagen kan prestera i framtiden och investerarna tenderar att vara för optimistiska. Överoptimismen medför att det är mycket viktigt att bygga upp ett förtroende och en ärlig och öppen relation till marknaden redan från början för att ha möjlighet att öka och behålla kundkapitalet. Om bolaget kommer att kunna leva upp till den förväntade vinsten kan endast framtiden visa. Troligen är det då som bolaget får sin dom på om det enbart är en överoptimism som har lett till att marknadsvärdet ligger på så hög nivå eller om det är ett korrekt värde.

Hennes & Mauritz har genom sin lyckade expansion, branschtillhörighet och den levererade kvaliteten till marknaden, som varit stabilt de senaste åren, höga förväntningar på sig inför framtiden. I bolagsanalysen kan vi utläsa att företaget för varje år som gått haft en allt större *market-to-book ratio*. En bidragande orsak till att det ser ut på detta sätt skulle kunna vara att förväntningarna på företaget för varje år har ökat och marknaden ser allt större framtida potential i Hennes & Mauritz. En tanke kan då vara att Hennes & Mauritz största utmaning framöver blir att öka sitt innovationskapital för att kunna överraska gång på gång.

5.2 Information och subjektivitet

5.2.1 Icke-finansiell information

I vilken grad företag informerar om sitt Intellectuella kapital till marknaden kan diskuteras. Enligt Flöstrand och Strand (2006) tenderar det att inkluderas mer icke-finansiell information vid analys av företag med en liten *book-to-market ratio*, det vill säga en stor *market-to-book ratio*. När analytiker väljer att ta icke-finansiell information i beaktning är det säkerligen extra viktigt att företaget har en bra relation till analytikerna och marknaden för att få en rättvis bedömning. Om detta stämmer, det vill säga att företag med en stor *market-to-book ratio* i större utsträckning blir bedömda efter sin icke-finansiella information, visar det att det först blir av intresse att analysera företagets icke-finansiella information då företaget bland annat har skapat ett stort förtroende och har höga förväntningar på sig.

Enligt Artsberg (2005) är analytiker överlag negativt inställda till att aktivera immateriella tillgångar i balansräkningen. De immateriella tillgångarna anses bara generera intäkter tillsammans med de materiella tillgångarna. Eftersom exempelföretagen i denna uppsats behöver ett stort humankapital som effektivt implementeras i organisationen skulle Artsbergs resonemang kunna vändas på. Funderingen är då om det inte är så att materiella tillgångar genererar intäkter för att de immateriella tillgångarna används på ett effektivt sätt. Hennes & Mauritz är ett bra exempel på detta.

5.2.3 Subjektivitet vid företagsvärdering

I våra intervjuer framgick att börsanalytiker anser att deras bedömningar är relativt subjektiva i den mening att det delvis är just risk, förtroende och förväntningar som ska bedömas. Dessa tre faktorer bygger på vilken bransch företaget är verksamt i, vilken kvalitet företaget levererar och hur framtiden ser ut. Enligt Dumay och Tull (2007) reagerar aktieägarna positivt på information om processkapital och för att det ska kunna uppstå ett förtroende för företaget måste det säkerligen finnas en välfungerande informationssymmetri. Ju öppnare dialogen är

mellan marknaden och företaget desto närmare relation byggs upp, kvaliteten är viktig och det skapas ett förtroende.

Enligt Artsberg (2005) ställs det höga krav på dem som gör en värdering av immateriella tillgångar eftersom det bygger på en individuell bedömning. En fundering är om skillnaden är så stor mellan bedömningen av en immateriell och en materiell tillgång eftersom all bedömning bör vara individuell i grund och botten. En värdering av en materiell tillgång, till exempel en maskin, har också från början individuellt bedömts.

I intervjun med Niklas Frykström visar det sig att företagets kassaflöde och resultat är av stor betydelse vid företagsvärdering. Ett steg längre kan tas då det är möjligt att fundera över varför det är en stor spridning mellan marknadsvärdet och det bokförda värdet hos ett företag. Om kassaflödesmodellerna som finns hade varit fullständiga vid en företagsvärdering skulle inte analytiker behöva titta på andra faktorer i företaget. Enligt börsanalytikerns principer använder sig analytiker av annan information än bara den finansiella.

Enligt Intervjuperson A är företag i allmänhet mer benägna att framhäva sitt Intellectuella kapital än analytiker är. En anledning till detta är att det ligger en svårighet att mäta ett företags Intellectuella kapital. Eftersom företag vill visa sitt Intellectuella kapital för att bli värderade väl leder detta till att det måste anses att det finns utrymme till att kunna påverka värderingen som sätts på företaget. Det måste vara subjektiviteten i företagsvärderingen som är påverkbar.

Det är möjligt att även ta tidsperspektivet i beaktning. Eftersom årsredovisningar inte får innehålla någon ny information men analytiker ska prognostisera ett företags framtida lönsamhet leder detta till att det behövs information som den finansiella informationen inte kan ge. Enligt Niklas Frykström är balansräkningen framåtblickande och analytiker använder information från denna för att göra en värdering. Vi skulle även vilja säga att denna information i viss mån har ett framtida värde men samtidigt kan den klassificeras som *capital in use* eftersom den redan har värderats. Denna information är uppenbarligen inte tillräcklig för en företagsvärdering och analytiker är även intresserade av *capital in waiting*.

6 Slutsats och personlig reflektion

I detta kapitel sammanfattar vi vad vi kommit fram till i diskussionen och avslutar uppsatsen med en personlig reflektion.

6.1 Slutsats

I diskussionen har fyra faktorer analyserats utifrån de tre pelarna. De första faktorerna, expansion och förnyelse, visar att alla tre exempelföretag har i någon riktning påverkat sitt innovationskapital. Dock tror vi att företags tillväxt mottas olika av marknaden beroende på om företaget är nyintroducerat eller väletablerat på marknaden. För att förnyelsen ska påverka ett företags värde kan en faktor vara att det ska bidra med en innovation, vilket Odd Molly har haft till skillnad från Hennes & Mauritz.

Den andra faktorn, risk har i diskussionen förknippats med möjlighet och i sin tur hur kombinationen kan påverka det Intellectuella kapitalet positivt. Odd Molly är ett exempel på detta som genom expansion och förnyelse kan ha en ökad risk som medfört större möjligheter. Storleken på risken är också beroende av branschlogik och det finns ett samband mellan branschspecifik risk och storleken på Intellectuellt kapital.

Vi anser att förtroendet är den viktigaste faktorn eftersom det inte spelar någon roll om företaget har visat lönsamma resultat utan att ett förtroende finns för företaget. Ericsson är ett exempel på detta som efter den sena vinstvarningen förlorade en stor del av sitt kundkapital på grund av att processkapitalet inte fungerade. Kvaliteten som lovas måste infinna sig. För att analytiker och externa intressenter ska ta till sig informationen som bolaget släpper krävs det att ett förtroende finns. Hennes & Mauritz har nått framgång genom lagarbete och därmed balanserat sitt strukturkapital, vilket kan avspeglas i aktievärdet.

Genom tillväxtpotential, branschtillhörighet och ett uppbyggt förtroende skapas förväntningar inför framtiden. Nyligen börsintroducerade företag tenderar att ha höga förväntningar på sig, som till exempel Odd Molly.

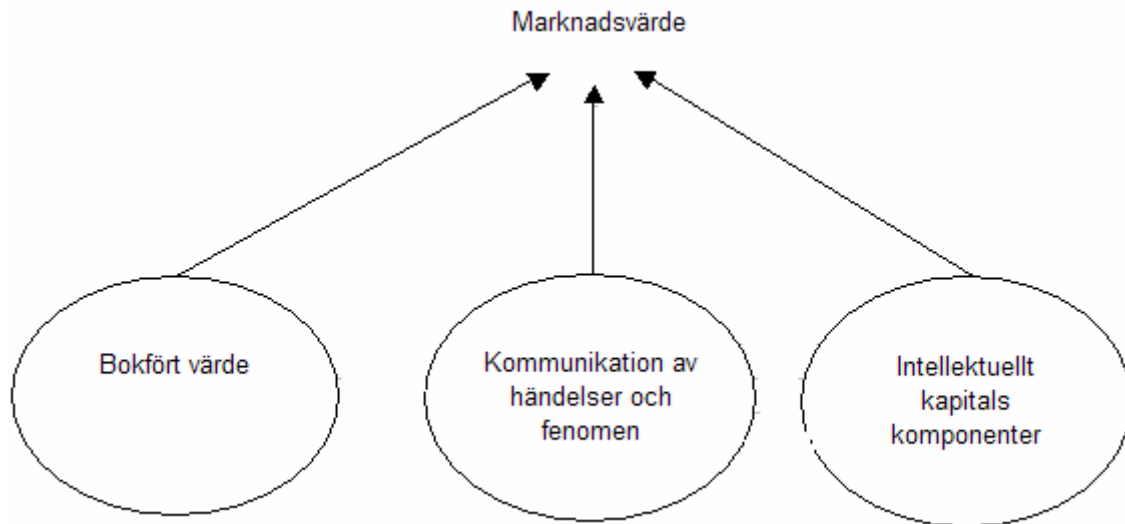
De valda faktorerna har gemensamt att om företaget använder dem på rätt sätt har faktorerna möjlighet att skapa ett värde för företaget. Utifrån teorin och diskussionen har kontexten betydelse för hur mycket företagen ska kunna skapa värde genom faktorerna. Vi tror att Ericsson är begränsat att skapa värde. Utifrån de analyserade komponenterna i Intellectuellt kapitals värdeschema verkar inte Ericsson överlag använda de olika komponenterna effektivt. Detta tror vi är på grund av sin positionering och branschtillhörighet. Enligt den mediala undersökningen visar inte Ericsson på ett effektivt värdeskapande av sitt Intellectuella kapital men som sagt finns det även en begränsning.

Vår undersökning indikerar på att finansiella värden påverkas som ett resultat av de kommunicerade komponenterna i det Intellectuella kapitalet i ett företag. De finansiella mätmetoderna i denna uppsats visar hur stort det Intellectuella kapitalet är, till exempel marknadsvärde minus justerat eget kapital och *market-to-book ratio*, men detta är ett resultat över hur de icke-finansiella metoderna har använts i företaget. Hur företaget använder komponenterna i Intellectuellt kapital är beroende av vilken strategi företaget har och hur välfungerande denna är.

Företagsvärderingar är relativt subjektiva eftersom det är risk, förtroende och förväntningar som ska bedömas. All bedömning, både av materiella och immateriella tillgångar, är i grund och botten individuell. Eftersom det är marknaden som bestämmer storleken på ett företags Intellectuella kapital är information mycket viktig. Företagets uppgift är därmed att informera marknaden om hur den planerade framtiden ser ut. Om analytiker överlag gör helt fel bedömningar borde detta bland annat bero på att det inte ges tillräckligt utförlig information från företagsledningen. I denna uppsats är Ericsson ett exempel på detta.

För att sammanfatta diskussion och slutsats visas en sammanfattande figur nedan. Utifrån denna uppsats anser vi att informationen och kommunikationen är av stor betydelse. Informationen och vad företaget kommunicerar består bland annat av det Intellectuella kapitals komponenter men också av vilka händelser och fenomen som är aktuella. Detta har vi gett en egen del i vad marknadsvärdet kan bestå av därför att vi tror att aktuella händelser och fenomen som kan påverka ett företags värde är av betydelse.

Figur 6.1: Slutsats



Källa: Egen

6.2 Personlig reflektion

För vår egen del har det varit en inspirerande uppsats att skriva eftersom den har gett mycket kunskap och sträckt sig över flera olika områden inom företagsekonomin. Det har varit intressant att reflektera över vilka brister det finns i den traditionella redovisningen och hur stor betydelse marknadens åsikter har för att ett företag ska anses framgångsrikt. En infallsvinkel som hade varit intressant att även uppmärksamma i uppsatsen hade varit analytikens rapporter. De rapporter som hade varit extra intressanta att analysera hade varit rapporter om de tre undersökta företagen. Vi tycker dock att intervjuerna med börsanalytikerna har gett oss, utifrån deras perspektiv, en mer generell bild av värdering av Intellektuellt kapital. Rapporterna skulle ha varit ett komplement till intervjuerna för att få mer företagsspecifik information. Vi tycker dock att uppsatsen har en mer öppen diskussion än vad den förmodligen skulle ha haft med medtagna rapporter vilket vi ser som positivt.

7 Källförteckning

7.1 Publicerade källor

Altfest, Lewis J. (2007) "Pick stocks as a pro" *Medical Economics*, Vol. 84, No. 6: 35.

Anderson, Keith och Brooks, Chris (2006) "Decomposing the price-earnings ratio" *Journal of Asset Management*, Vol. 6, No. 6: 456.

Arbnor, Ingeman och Bjerke, Björn (1994) *Företagsekonomisk metodlära*. Studentlitteratur: Lund.

Arthur, W. Brian (1994) *Increasing Returns and Path Dependence in the Economy*. The University of Michigan Press.

Artsberg, Kristina (2005) *Redovisningsteori: -policy och -praxis*. Liber ekonomi: Malmö.

Arvidsson, Susanne (2003) *Demand and Supply of Information on Intangibles. The Case of Knowledge-Intense Companies*. Lund Business Press: Lund

Atiya, Amir, Talaat, Noha och Shaheen, Samir (1997) "An Efficient Stock Market Forecasting Model Using Neural Networks" *Neural Networks*, Vol. 4: 2112-2115.

Bryman, Allan och Bell, Emma (2003) *Business research methods*. Oxford University Press: Oxford.

Burgman, Roland och Roos, Göran (2007) "The importance of intellectual capital reporting: evidence and implications" *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, No. 1: 7-51.

Chen, Long och Zhao, Xinlei (2006) "On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio" *Finance Research Letter*, No. 3: 253-266.

Cheng, Qiang (2005) "The Role of Analysts' Forecasts in Accounting-Based Valuation: A Critical Evaluation" *Review of Accounting Studies*, No. 10: 5-31.

Dumay, John C. och Tull, John A. (2007) "Intellectual capital disclosure and price-sensitive Australian Stock Exchange announcements" *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, No. 2: 236-255.

Dzinkowski, Ramona (2000) "The Measurement and Management of Intellectual Capital: An Introduction" *Management Accounting*.

Edvinsson, Leif (1997) "Developing Intellectual Capital at Skandia" *Long Range planning*, Vol. 30, No. 3: 366-373.

Edvinsson, Leif och Grafström, Gottfried (1998) *Accounting for Minds. An Inspirational Guide to Intellectual Capital*, Skandia

Edvinsson, Leif (2002) *Corporate Longitude: navigating the Knowledge Economy*. Bookhouse Publishing: Stockholm.

Erickson, John R., Fredman, Albert J. och Stickels, P. James (1988) "The Price Sales Ratio: An Alternative to the Price Earnings?" *Akron Business and Economic Review*, Vol. 19, No. 1: 93.

Flöstrand, Per och Strand, Niklas (2006) "The valuation relevance of non-financial information" *Management Research News*, Vol. 29, No. 9: 580-597.

Hansson, Jan-Inge (2001) *Det intellektuella kapitalet i kommuner och landsting*. Komrev AB: Stockholm.

Harrison, Suzanne och Sr. Sullivan, Patrick H. (2000) "Profiting from intellectual capital. Learning from leading companies" *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 1, No. 1:36-44.

Hurwitz, Jason, Lines, Stephen, Montgomery, Bill och Schmidt, Jeffrey (2002) "The Linkage between management practices, intangibles performance and stock returns" *Journal of Intellectual Capital*, Vol.3, No. 1: 51-61.

Jacobsen, Dag Ingvar (2002) *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Studentlitteratur: Lund.

Jones, Charles P. och Lundstrum, Leonard L. (2006) "Forecasting Stock Returns: The Relative Importance of Valuation Variables" *The Journal of Wealth Management*, Vol. 1, No. 1: 31.

Kaplan, Robert S. och Norton, David P. (1992) "The Balanced Scorecard-Measures that drive performance" *Harvard Business Review*, Vol. 70, No. 1: 71-80.

McGirt, Ellen (2004) "The Truth about P/E" *Money*, Vol. 33, No. 10: 73.

Nag, Arindam och Curtin, Matthew (2007) "Ericsson Needs Better Info" *Barron's*, Vol. 87, No. 44:8.

Pagano, Marco, Panetta, Fabio och Zingales, Luigi (1998) "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis" *The Journal of Finance*, Vol. 1003, No. 1: 28-64.

Palacios, Tomas M. Bañegil och Galán, Ramón Sanguino (2007) "Intangible Measurement Guidelines: A Comparative Study in Europe" *The Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, No. 2: 192-204.

Pástor, Lubos och Veronesi, Pietro (2003) "Stock Valuation and Learning about Profitability" *The Journal of Finance*, Vol. 1008, No. 5: 1749-1789.

Petrash, Gordon (1996) "Dow's journey to a knowledge value management culture" *European Management Journal*, Vol. 14, No. 4:

Robinson, George och Kleiner, Brian H. (1996) "How to measure an organization's intellectual capital" *Managerial Auditing Journal*.

Stewart, Tomas A. (1999) *Intellektuellt kapital: organisationens nya förmögenhet*. Nerenius & Santérus: Stockholm.

Sugata, Roychowdhury och Watts, Ross L. (2007) "Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting" *Journal of Accounting and Economics*, No. 44: 2-31.

Tan, H. Pew, Plowman, David och Hancock, Phil (2007) "Intellectual capital and financial returns of companies" *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 8, No. 1: 76-95.

7.2 Opublicerade källor

Leitner, Karl-Heinz (2007) "Innovation, Intellectual Capital and Performance: Empirical Evidence from SMEs".

7.3 Elektroniska källor

Edvinsson, Leif, (2005) "Capital in waiting" Hämtat från: www.criticaleye.net

Kitts, Brendan och Edvinsson, Leif (2000) "Intellectual capital: From Intangible assets to Fitness landscapes" Hämtat från: <http://www.lub.lu.se/cgi-bin/ipchk/http://elin.lub.lu.se/link2elin?genre=article&issn=&year=2000&volume=&issue=&collection=eprint&pages=&resid=31c2a444e7e7a77fd95c57c27b057f77&lang=se>

"Google vill också in i mobilerna" 5 november 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=712673>.

Årsredovisning 2006, Ericsson. Hämtat från www.ericsson.se.

Årsredovisning, 2005, Hennes & Mauritz. Hämtat från www.hm.se

Årsredovisning, 2006, Odd Molly. Hämtat från www.oddmolly.se

7.4 Muntliga källor

Frykström, Niklas, PhD, Advisor, Issuer Surveillance, OMX Nordic Exchange. Personlig intervju den 28 december 2007.

Leitner, Karl-Heinz, Dr., Department of Technology Policy, Austrian Research Centers. Personlig intervju den 14 december 2007.

7.5 Källor till Bolagsanalysen

”Persson och Schörling- börsens nya supersfär?” (2007). *Affärsvärlden*. Nr. 18.

”Videoexplosionen kan bli lyft för Ericsson” (2007) *Affärsvärlden*. Nr 17

”Riskabelt mode” (2007) *Affärsvärlden*. Nr 21.

”Vi satsar på H&M och Clas Ohlson” (2007) *Affärsvärlden*. Nr 33.

”Krafterna bakom finansfrossan” (2007) *Affärsvärlden*. Nr.33.

”H&Ms nya kostym” (2007) *Affärsvärlden*. Nr. 44.

”Alfa Laval's guldglans falnar” (2007) *Affärsvärlden*. Nr. 47.

”Positiv öppning av börsåret 2007”, 2 januari 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Ericsson investerar miljarder i Indien”, 3 januari 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Ericsson investerar miljarder i Indien”, 3 januari 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Mobilerna lyfter Ericsson mot toppnotering på börsen”, 17 januari 2007 ur Dagens industri. Hämtat från www.di.se

”HM gjorde en vinst på 15,8 miljarder” 25 januari 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=609978>.

”Ericssonaktien rasar”, 2 februari 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”HM satsar på Asien” 16 februari 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=618406>.

”Internationellt intresse för svensk modevecka” 16 februari 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=618406>.

”Tandberg och Ericsson pratar bud”, 6 mars 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Ericssons aktie usel placering”, 7 mars 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Inga fler storaffärer för Ericsson”, 10 mars 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Lyxkläder ska erövra England” 14 mars 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=628518>.

”Madonna-feber lyfter H&M-aktie” 23 mars 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=631748>

”HM säljer allt bättre” 28 mars 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=633389>.

”HM: Credit Suisse höjer riktkursen till 450 kronor” 29 mars 2007 ur Dagens Industri. Hämtat från www.di.se.

”HM: Erik Penser upprepar öka” 29 mars 2007 ur Dagens Industri. Hämtat från www.di.se.

”Nokia Siemens skriver ner prognosen”, 2 april 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Google starkaste varumärket”, 23 april 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”VA: Sälj Ericsson”, 3 maj 2007 ur Dagens Industri ur Dagens Industri. Hämtat från www.di.se

”Ericsson får höjt kreditbetyg”, 14 maj 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”En udda tjej på börsen”, 14 maj 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Ericsson i miljardavtal med Kina”, 10 juni 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Stockholmsbörsen vände ned” 15 maj 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=650408>.

”Rivstart för Odd Molly”, 18 juni 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”H&M-aktien ökar 17 %” 16 juni 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=671364>

”Nedåt på börsen” 21 juni 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=663583>.

”Ericsson: HSBC höjer rekommendationen”, 4 juli 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Ericsson får ny indisk rekordorder”, 18 juli 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Därför sackar Ericssons aktie efter”, 20 juli 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Modebolag klår börsindex”, 13 augusti 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Börsproffsen tror på köpläge efter veckans ras” 13 augusti 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=680084>.

”Nedgången slår mot storägare” 17 augusti 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=681739>.

”KRÖNIKAN: Stockholmsbörsen billigare än vanligt” 25 augusti 2007 ur Dagens Industri. Hämtat från www.di.se.

H&M uppges utnyttja arbetskraft” 3 september 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=688339>.

”Bara en varm vinter kan stoppa vinterrekord” 26 september 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=697408>.

”Banker tyngde börsen” 15 oktober 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=704785>.

”Ericssons vd fick aktien att lyfta”, 11 september 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Ericsson får en indisk miljardorder”, 10 september 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Klädföretag hett på börsen”, 2 oktober 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Dollarn orosmoln inför rapportflod”, 8 oktober 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Odd Molly - spekulanter hade rätt”, 14 oktober 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Börsras efter Ericssons vinstvarning”, 16 oktober 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Ericssons förtroende rubbat av beskedet”, 17 oktober 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Ericssons resultatfall bekräftat”, 25 oktober 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Kraftig vinstökning för Odd Molly”, 30 oktober 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Ericsson stäms för sen information”, 30 oktober 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”HM vill erövra Italien med en ny designerkollektion” 8 november 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=713626>.

”Ericssonaktien faller kraftigt”, 20 november 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Informationsutspelet kan stå Ericson dyrt”, 23 november 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från www.dn.se

”Bomull i HM:s kläder plockas av barn” 25 november 2007 ur Dagens Nyheter. Hämtat från <http://www.dn.se/DNet/jsp/polopoly.jsp?a=718854>.

”Stort ras på First North”, 10 december 2007 ur Dagens Industri. Hämtat från www.di.se

Bilaga 1 Intervjumall

- Hur definierar du intellektuellt kapital?
- Vilka informationskällor använder du dig av vid en företagsanalys?
- Vilken information är viktig för att göra en korrekt bedömning av ett företags värde?
- Använder du dig av information om Intellektuellt kapital vid värdering av företag?
- Bedömer du att företagen är mer intresserade av sitt Intellektuella kapital än vad du är?
- Teorin menar att skillnaden mellan marknadsvärde och det bokförda värdet består av intellektuellt kapital. Vad tycker du om denna tolkning?
- Hur skulle du vilja definiera skillnaden mellan marknadsvärde och bokfört värde?
- Anser du att humankapital och strukturkapital borde kunna aktiveras som en post i balansräkningen? Varför eller varför inte?
- Anser du att det kan uppstå en dubbelkompensation vid redovisning av Intellektuellt kapital i balansräkningen med tanke på att det Intellektuella kapitalet kan ses som en bidragande faktor till ett starkt resultat och därmed redan indirekt finns i redovisningen?
- Tror du att företagens betoning på sitt Intellektuella kapital är en tillfällig trend eller har företagen förändrats och det Intellektuella kapitalet därmed uppstått?
- Hur stor inverkan tror du att analytikens rekommendationer har på efterfrågan på aktier?
- I vilken grad tror du att Intellektuellt kapital påverkar efterfrågan på aktierna?

Bilaga 2 Ericsson

Tabell avsedd för marknadsvärde minus justerat eget kapital och *market-to-book ratio*:

(SEK)

År	Bokfört värde	Bokfört värde/ aktie	Marknadsvärde /aktie	antal aktier	Totalt marknadsvärde
2007	1,29511E+11	8,02	16,4	16132000000	2,64565E+11
2006	1,20113E+11	7,56	27,65	15881000000	4,3911E+11
2005	1,04677E+11	6,41	27,3	15864000000	4,33087E+11
2004	80445000000	4,88	26,1	15832000000	4,13215E+11
2003	60481000000	3,82	12,9	15826000000	2,04155E+11

Tabell avsedd för p/s-tal:

(SEK)

År	Försäljning	Fsg per aktie	aktiepris	antal aktie
2006	1,79821E+11	11,32302752	27,65	15881000000
2005	1,51821E+11	9,57015885	27,3	15864000000
2004	1,31972E+11	8,335775644	26,1	15832000000
2003	1,17738E+11	7,439529888	12,9	15826000000

Bilaga 3 Hennes & Mauritz

Tabell avsedd för nyckeltalen marknadsvärde minus justerat eget kapital och *market-to-book ratio*:

(SEK)

År	Bokfört värde	Bokfört värde/aktie	Marknadsvärde/aktie	Antal aktier	Totalt marknadsvärde
2007	27757000000	33,57	392	827536000	3,24394E+11
2006	27779000000	33,57	319	827536000	2,63984E+11
2005	24821000000	31,33	253	827536000	2,09367E+11
2004	22209000000	26,84	216	827536000	1,78748E+11
2003	20096700000	24,28	176,5	827536000	1,4606E+11

Tabell avsedd för p/s-tal:

(SEK)

År	Försäljning	Fsg per aktie	aktiepris	antal aktie
2006	80081000000	96,77041241	319	827536000
2005	71886000000	86,86751996	253	827536000
2004	62986000000	76,11270084	216	827536000
2003	56550000000	68,33539568	176,5	827536000

Bilaga 4 Odd Molly

Tabell avsedd för marknadsvärde minus justerat eget kapital, *market-to-book ratio* och p/e-tal:

(SEK)

År	Bokfört värde	Bokfört värde/aktie	Marknadsvärde/aktie	antal aktier	Totalt marknadsvärde	Vinst/aktie
2007	9790000	1,957217113	187	5002000	1 976 000 000	2,4
2006	6005468	82	82	122000		28
2005	2713839	120	120	122000		67
2004	112000	54	54	1110		12

Tabell avsedd för p/s-tal:

(SEK)

År	Försäljning	Fsg per aktie	aktiepris	antal aktier
2006	54477442	10,89113195	82	5002000
2005	21301824	4,258661335	120	5002000
2004	10271000	2,053378649	54	5002000
2003			2	5002000