

HANDELSHÖGSKOLAN I STOCKHOLM

Uppsats inom huvudinriktning 3100

Redovisning och finansiell styrning

VT 2009

Analytikers beaktande av goodwill

En fallstudie av tio analytikers förhållningsätt till goodwill

Andreas Ekblom 21446 & Johan Eriksson 21466

2009-05-18

Abstract: Since the recession caught the market in fall 2008, multiple companies have suffered due to their former aggressive investment behavior. Huge goodwill piles have been collected ready to be doomed by the market. The aim of the study is to investigate equity analysts' consideration of goodwill in a recession market. An empirical study is conducted, based on interviews with ten Swedish equity analysts that follow companies with relevant goodwill status. The empirical findings are discussed in the light with former studies of the relevant topic. Our study reveals that equity analysts are more concerned with the balance sheet items today but do not include goodwill in more detail during their valuation, furthermore a skepticism to the impairment-test is revealed.

Key words: Goodwill, impairment test, analyst behavior, recession, IAS 36.

Handledare: Niclas Hellman

Framläggning: 10 juni 2009, kl. 08.15-12.00, sal KAW

Förord

Ett stort tack till vår handledare Niclas Hellman som bidragit med sitt kunnande och sin erfarenhet. Vi vill även rikta ett tack till våra analytiker.

Stockholm, maj 2009

Andreas Ekblom

Johan Eriksson

Innehållsförteckning

1	Inledning.....	5
1.1	Bakgrund.....	5
1.2	Syfte och frågeställning	7
1.3	Avgränsningar	8
1.4	Disposition	8
2	Metod	9
2.1	Val av metod	9
2.2	Intervjuteknik	10
2.3	Analytikerna	11
2.4	Analys och bearbetning av insamlad data	11
3	Teoretisk bakgrund och referensram.....	12
3.1	Goodwill	12
3.2	IAS 36.....	13
3.3	Studier av nedskrivningars påverkan på aktiekursen.....	14
3.4	Tidigare studie av analytikers användning av goodwillinformationen	16
4	Case: Tradedoubler	17
5	Empiri.....	18
5.1	Värdering & modeller	19
5.2	Finansiell data	21
5.3	Tradedoubler	23
5.4	Goodwill	25
5.4.1	<i>Beaktas generellt goodwillposten av analytikerna?</i>	25
5.4.2	<i>Goodwill och värdering</i>	27
5.4.3	<i>Signalvärden</i>	28
5.4.4	<i>Goodwillinformation och nedskrivningsuppskattning</i>	29
6	Analys	31
6.1	Ett skiftat fokus	31
6.2	Värderingen och prognoserna berörs marginellt	32
6.3	Banksituation är annorlunda	34
6.4	Signalvärden påverkar	35
6.5	Systemet ifrågasätts	36
7	Slutsats och diskussion	37
7.1	Slutsats.....	37

7.2	Diskussion.....	37
7.3	Förslag på vidare forskning.....	38
8	Referenslista	39
8.1	Intervjuer.....	39
8.2	Årsredovisningar (2008) & kommuni­kéer (Q4, 2008)	39
8.3	Regelverk	40
8.4	Litteraturlista	40
8.5	Internetkällor	41
9	Appendix	42
9.1	Appendix 1 – Tradedoublers immateriella tillgångar	42

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Den 12 februari 2009 rapporterade Swedbank ett resultat som ansågs ligga långt under marknadens förväntningar. Affärspressen menade att orsaken till differensen mellan förväntningarna och den rapporterade vinsten nästan uteslutande kunde tillskrivas en nedskrivning på 1,4 miljarder SEK av goodwillposten från ett företagsförvärv i Ukraina. På grund av rådande regler var banken nämligen tvungen att skriva ned posten eftersom tillväxtutsikterna kraftigt försämrats.¹ Banken hade fått betala ett högt pris för en chans att följa med det tillväxttag som rusade fram i Östeuropa för endast ett par år sedan, men priset bolaget fick betala den 12 februari i år kan kanske ses som ännu högre. Det överpris som Swedbank ansågs ha betalat för förvärvet förlades till en goodwillpost som då kunde försvaras på grund av den förväntade överavkastning förvärvet skulle generera tack vare den då blomstrande tillväxten i öst. Nu i rådande finanskris ser emellertid framtidsutsikterna minst sagt annorlunda ut.

Bakgrunden till att Swedbank tvingades skriva ned goodwillposten så kraftigt är att International Financial Reporting Standards (IFRS) trädde i kraft 2005. Införandet innebar att alla börsnoterade bolag inom EU började rapportera enligt samma redovisningsregler. Det primära syftet med införandet av IFRS är att internationellt harmonisera den finansiella rapporteringen och därmed underlätta jämförbarheten av företags finansiella rapporter över nationsgränserna.² Införandet av IFRS har bland annat fått till följd att företagen, i stället för att som tidigare genomföra en planerlig avskrivning av sin goodwillpost, ska genomföra en nedskrivningsprövning av posten på annuell basis. Prövningen ska visa om goodwillposten fortfarande kan försvaras, eller om framtidsutsikterna har ändrats och posten därmed bör skrivas ned.³

Syftet med den redovisningsinformation som upprättas i enlighet med IFRS är vidare, enligt standardsättaren International Accounting Standards Board (IASB), att tillhandahålla information som är användbar för olika användare som underlag för att fatta ekonomiska beslut.⁴

¹ Affärsvärlden 2009-02-12

² IFRS 3

³ IAS 36

⁴ IASB:s Föreställningsram för utformningen av finansiella rapporter.

Tidigare forskning har visat att goodwillnedskrivningar⁵ har en negativ effekt på företags aktiekurser. Exempelvis publicerade Hirschey and Richardson år 2002 en undersökning av detta samband utförd på den amerikanska marknaden. Författarna finner att goodwillnedskrivningar av de företag som ingick i studien påverkade deras respektive aktiekurs med -2.94 till -3.52 procent under annonseringsperioden (dag -1, dag 0).⁶

Författarna gjorde 2003 en utvecklad studie som visade att goodwillnedskrivningar hade en ytterligare negativ effekt om -11.02 procent på aktiekursen, under det närmsta året efter annonseringen.⁷

Det dessa studier visar om effekten av nedskrivningar av immateriella tillgångar är i linje med tidigare forskning som visat på hur marknaden reagerar negativt på nedskrivningar av materiella tillgångar.⁸

Studier av användares syn på de nya goodwillregleringarna har tidigare exempelvis gjorts av Nordström & Suarez (2007), vars uppsats visar att de analytiker som ingick i studien vid den aktuella tidpunkten inte beaktade företagets goodwillpost i sina analyser i någon större utsträckning.

Uppsatsen ger indikationer på i vilken omfattning goodwillinformationen används av analytiker, men uppsatsens syfte är ett annat. Författarna ämnar primärt undersöka om den goodwillrelaterade redovisningsinformationen som upprättats enligt IFRS är användbar för redovisningsinformationens användare. Användarna representeras i uppsatsen av analytiker då de både är flitiga användare av redovisningsinformation och rådgivare till investerare, som enligt IASB bör ses som den primära användargruppen.

Att i dagens läge göra en studie av analytikers syn på goodwill och på goodwillnedskrivningar är på många vis intressant. En studie av detta slag har av naturliga skäl aldrig genomförts under rådande marknadsförhållanden. De nya reglerna har endast existerat under, vad som bäst kan beskrivas som, en blomstrande högkonjunktur. Att analytiker inte lade så stor vikt vid goodwillposten för två år sedan, som Nordström & Suarez uppsats visar, tror vi exempelvis kan förklaras av att det då inte förelåg någon stor risk för nedskrivningar. Vi tror däremot att situationen är annorlunda idag.

⁵ Fritt översatt från "write-off".

⁶ Hirschey & Richardson (2002)

⁷ Hirschey & Richardson (2003)

⁸ Bartov et. al (1998)

Vi tror att, som det inledande Swedbank-exemplet illustrerar, många företag har gjort förvärv till vad som idag bör beskrivas som kraftiga överpriser. På grund av dagens dystra marknadsutsikter har också företag fått betydligt svårare att försvara sina goodwillposter, och nedskrivningsrisken är i många fall överhängande. Vi tror också att finanskrisen har medfört ett större fokus på hur företags balansräkningar ser ut, och med tanke på vilken effekt en nedskrivning har visats få på aktiekursen tror vi att goodwillproblematiken bör vara en betydligt större fråga för analytiker idag.

Införandet av en årlig nedskrivningsprövning har dessutom, enligt vår uppfattning, medfört att det är svårare för analytiker att bedöma när och framförallt med hur mycket en nedskrivning kommer att göras av ett företag. Det vore därför också intressant att undersöka hur analytiker handskas med själva nedskrivningsrisken för goodwill.

Vi erfar att en populär ståndpunkt hos analytiker, som också framkommer i Nordström & Suarez uppsats, är att goodwillposten endast är av en redovisningsteknisk karaktär och inte är relevant för en DCF-modell, eftersom posten inte har en direkt påverkan på företagets kassaflöden. Vi vill mena att detta är ett något förenklat synsätt och att en nedskrivning av goodwill i allra högsta grad kan påverka prognosen för framtida kassaflöden, i och med att förväntningar på den presumtiva överavkastningen från det aktuella förvärvet måste revideras ned. När nu nedskrivningsrisken är betydligt högre är det därför intressant att undersöka hur analytikers ståndpunkt i denna fråga ser ut idag.

1.2 Syfte och frågeställning

Med anledning av det ovan anförda ämnar vi primärt att undersöka och besvara följande frågor:

- Hur beaktar analytiker goodwillposten och nedskrivningsrisken för goodwill i sina analyser av ett företagsvärde?
- Vad påverkar analytikernas användning och beaktning av posten?

Vi avser att intervjua ett antal analytiker som följer olika branscher för att bilda oss en uppfattning om hur de ser på problematiken och hur de handskas med nedskrivningsrisken.

Vidare ämnar vi undersöka hur deras syn påverkar deras praktiska tillvägagångssätt när de utför en värdering av ett företagsvärde. Slutligen hoppas vi kunna förklara vad som påverkar deras grad av användning.

1.3 Avgränsningar

Vi avser att i uppsatsen undersöka hur analytiker beaktar goodwill och dess nedskrivningsrisk både vad gäller så kallade hårda respektive mjuka värden.⁹ Med att undersöka hårda värden avser vi att titta på deras användning av posten som numerisk variabel inom analytikernas tekniska modelleringar. Med att undersöka mjuka värden avser vi att se hur de beaktar eventuella signalvärden som goodwillposten kan ge och som indirekt kan påverka modellering och prognoser.

Utöver detta primära syfte avser vi även att undersöka om och i så fall hur analytikers tillvägagångssätt och fokus har förändrats under rådande marknadsklimat. Det vill säga om de generellt har flyttat fokus och ser till andra mått och värden än för två år sedan, då marknadsläget var ett annat.

Vi avser inte att analysera själva regleringen kring goodwill och nedskrivningstestet eller hur analytiker uppfattar dessa bestämmelser. Således kommer inte uppsatsen att svara på om syftet med regleringen, att öka användbarheten av redovisningsinformation, har infriats, utan endast om analytikerna beaktar goodwill.

1.4 Disposition

I avsnitt 2 beskrivs den metod som använts i studien. I avsnitt 3 redogör vi för vår teoretiska bakgrund och referensram. Detta avsnitt ämnar ge en bakgrund kring begreppet goodwill och introducera läsaren för de studier som kommer att appliceras på empirimaterialet i vår analys. I avsnitt 4 behandlas vårt case-företag Tradedoubler som vi har använt oss av i våra intervjuer med analytiker. I följande avsnitt, 5, redogör vi för den insamlade empirin som senare

⁹ Mer specifikt så är en hård variabel under våra undersökningsförhållanden en variabel som ingår i någon typ av modell eller annan prognosuträkning, medan en mjuk variabel är en variabel som inte rent tekniskt ingår i en uträkning men är något som man tar i beaktande och som i sin tur indirekt kan påverka prognoser och modelleringen.

analyseras i avsnitt 6. Slutligen presenteras vår slutsats och diskussion i kapitel 7, varefter förslag på vidare forskning ges.

2 Metod

2.1 Val av metod

Vi har valt en kvalitativ ansats bestående av tio stycken intervjuer för vår undersökning. Det gör vi eftersom vi tror att man vid en intervju kan få ut mer kringliggande information angående varför en person agerar på det sätt hon gör. Vi bedömer också att möjligheten att få ta del av mer personlig informationen är betydligt högre vid ett personligt möte. Eftersom syftet är att undersöka hur analytiker beaktar goodwillposten anser vi också att detta bäst fångas med analytikernas egna ord och förklaringar.

Ett alternativ till vår valda metod är en enkätundersökning. Fördelen som vi ser med en enkätundersökning är att man kan nå ut till fler personer på kort tid och även att risken för bias kan mildras vid en anonymitetsmöjlighet. Dock anser vi att risken för låg svarsfrekvens är betydlig, plus att möjligheten att individuellt anpassa informationsinsamlingen med relevanta uppföljningsfrågor är liten, vilket har gjort att vi valt bort enkätansatsen. Anonymitetsmöjligheter har även erbjudits vid intervjutillfällena.

Som ett tredje alternativ skulle man kunna studera analytikers rapporter för att försöka besvara undersökningsfrågorna. En sådan undersökning skulle kunna ge en bra bild då den förmodligen genererar låg bias, eftersom rapporterna talar klarspråk. Vi har emellertid valt bort denna metod då vår knappa tidsram gör den svår att genomföra på ett relevant och fullständigt sätt, samt att möjligheten till att undersöka ett orsakssamband av oss anses som låg.

Vår valda har emellertid ett antal komplikationer som måste beaktas. Tiden utgör en betydande flaskhals och begränsar undersökningen till ett antal intervjuer. Problemet med sanningsenliga svar utgör en annan komplikation som inte får negligeras. Att få respondenten att svara i enlighet med vad denne brukar göra och inte i linje med vad denne tror att undersökare vill höra, är av största vikt för relevansen av slutsatsen. För att kringgå detta problem krävs en väl genomtänkt intervjuapproach som beskrivs vidare under intervjuteknikavsnittet. Tillgängligheten och representationen är ett ytterligare problem. Att

få tag på relevanta analytiker kan vara problematiskt, men har i vårt fall gått bra. Däremot är det alltid svårt att generalisera en undersökning utförd på ett begränsat antal personer. Målet med uppsatsen är att uppnå djupare förståelse kring analytikens tillvägagångssätt och användning av goodwill samt den relaterade informationen. Detta för oss till problemet att formulera slutsatser av undersökningen, och huruvida generella slutsatser faktiskt är möjliga att dra vid en potentiellt hög spridning av svar.

Trots dessa komplikationer bedömer vi ändå intervjuemetoden vara den mest relevanta och lämpliga utifrån våra förutsättningar för att kunna genomföra studien.

2.2 Intervjuteknik¹⁰

Intervjuerna varade mellan 40-60 minuter och vi spelade in och transkriberade 9 av 10 intervjuer.¹¹ Detta för att underlätta informationsinsamlingen men också för att kunna vara mer närvarande vid intervjun och ställa relevanta följdfrågor. Det var viktigt då vi använde en öppen intervjumall där vi anpassade frågorna och ordningen till den intervjuande analytikern och dennes svar.

Vi valde vidare att informera analytikerna om det övergripande ämnet företagsvärdering och att deras tillvägagångssätt kommer att vara vårt preliminära diskussionsämne. Vi har inte skickat några specifika frågor innan intervjun till analytikerna, eftersom vi vill försvåra deras möjligheter att förbereda sina svar. Detta tror vi bidrar till mer ärliga och informativa svar då vi minimerar risken för ”politisk” utsvävning som inövade svar ofta kan ge.

Vi började varje intervju med att ställa lättare frågor om personen ifråga för att få förtroende och leda in analytikerna i behaglig stämning. Vi lät sedan analytikerna berätta generellt om deras tillvägagångssätt vid en företagsvärdering. Vi gick vidare in på vår ämnesspecialisering goodwill på olika sätt beroende på vad analytikerna själva berättade. Vi undvek att rakt ut ställa frågor om goodwill utan att analytikern själv hade nämnt det först. I de fall analytikerna inte själva tog upp ämnet introducerade vi det genom att fråga om deras åsikt kring de immateriella tillgångarna i företaget. Goodwilldiskussionen uppkom alltså generellt sett i samband med att ämnet hade introducerats av analytikern själv. Till hjälp hade vi olika

¹⁰ Vi har haft vägledning av den intervjuteknik som presenteras i Hellman (2000)

¹¹ En av analytikerna ville av privata skäl inte att vi spelade in intervjun, då vi istället fick förlita oss till manuella anteckningar.

bokslutskommunikéer och årsredovisningar från bolag som respektive analytiker följde och som alla hade en betydande goodwillpost på tillgångssidan.¹² Kommunikéerna lades fram utan förvarning för att få en mer case-orienterad situation, där vi kunde studera hur analytikerna förhöll sig till bolagsinformationen samt vad för dem ansågs som relevant data.¹³ Vid slutet av intervjuerna nämndes mer specifikt vår ämnesinriktning för analytikerna samtidigt som anonymitetsmöjlighet gavs. Två av analytikerna bad om att få vara anonyma, varför vi har valt att anonymisera samtliga.

2.3 Analytikerna

Analytikerna har i majoritet valts ut utifrån ett gemensamt bolag som de följer och som vi anser har en relevant balansräkning utifrån vårt studieändamål.¹⁴ Sju av analytikerna följer det aktuella företaget, Tradedoubler, ett bolag inom internetmarknadsföring som det i media hade skrivits en del om deras stora goodwillpost. Dessa sju analytiker fick alla Tradedoublers fjärde kvartalsrapport på bordet som underlag samt även ett annat referensbolag som de följde som hade en procentuellt sett mindre del av tillgångssidan som goodwill. De tre övriga analytikerna representerade bank och Telecom-branschen, för att få en bättre spridning på kompetensområdena. Detta ansåg vi var viktigt då vi tidigt insåg att framförallt bankbranschen ser väldigt speciell ut ur ett värderingsperspektiv.¹⁵ Åtta bolag är representerade bland våra tio utvalda analytiker. Av naturliga skäl som tid och budget har vi valt bolag med kontor i Stockholm. Bolagen är i majoritet svensk och varierar storleksmässigt.

2.4 Analys och bearbetning av insamlad data

Det empiriska materialet har spelats in och transkriberats för att underlätta analysarbetet. Analysarbetet har gått ut på att strukturera upp svaren efter typ och frekvens. Beaktande har tagits för åsikternas frekvens, för att i slutsatsen minimera risken för generaliseringar av data

¹² Vi har valt att titta på företag vars goodwillpost utgör minst 20 % av eget kapital.

¹³ Vid två av intervjuerna hade vi nämnt till analytikern att vi skulle diskutera kring några bolag som analytikern själv följde. Detta kan ha inneburit att han varit mer påläst om företaget än vanligt.

¹⁴ Tradedoubler har i tidpunkt för uppsatsen en goodwillpost motsvarande ungefär 1,83x eget kapital, och har uppmärksamats i Affärsvärlden 2009-01-30 angående den potentiella nedskrivningsrisken som förelåg vid denna tidpunkt.

¹⁵ Inom Bank och Försäkring gäller följande regler för balansräkningen: Kapitaltäckningskrav på 8 % enligt (Basel 2)

som enbart har nämnts av enstaka personer. Arbetet har vidare byggt på att spåra mönster och trender för att försöka finna indikationer som kan ge upphov till slutsatser. Materialet har sammanställts i ett excel-dokument för att underlätta spårandet av gemensamma nämnare. Vidare har vi valt att under empirin dela upp det empiriska materialet i olika delar där vi redogör för analytikernas ställningar inom de berörda områdena. De områden vi valt att titta på är värderingsmodeller, balansräkningen, vårt case-företag Tradedoubler samt goodwill. Eftersom att goodwill är det största området som vi behandlar har vi även ett flertal underrubriker för att strukturera upp den insamlade informationen. Uppdelningen kommer också att underlätta när vi presenterar vår analys av arbetet. Det är viktigt att poängtera att vi alltid har gjort vårt bästa för att förhålla oss objektiva till materialet. Vi har arbetat med målet att de slutsatser som vi drar från det insamlade materialet också skulle te sig uppenbara för en annan person som läser det.

Avslutningsvis skall nämnas att vi har valt att döpa vår anonymiserade analytiker efter den engelska bokstaveringen i det internationella flagg- och morsealfabetet.

3 Teoretisk bakgrund och referensram

I denna uppsatsdel ämnar vi att redogöra för forskning som vi anser relevant för de frågor vi undersöker, samt även ge referensramen för goodwill och dess reglering. Vidare diskuterar vi kring den tidigare forskning som inspirerat oss till ämnesvalet samt även kring de slutsatser som den studien drog.

3.1 Goodwill

Det finns många definitioner av goodwill, vi har valt att behandla goodwill kring hur IAS 36 definierar posten.

Goodwill är en tillgång som representerar de framtida ekonomiska fördelarna som uppstår från andra tillgångar förvärvade vid en affärskombination som inte är individuellt identifierade och separat givna. Goodwill genererar inte kassaflöde självständigt utan andra

tillgångar eller grupper av tillgångar, och bidrar ofta till kassaflöden i flertalet kassagenererande enheter.¹⁶

Johnson & Petrone (1998) diskuterar kring definitioner av goodwill både från ett ”top-down” och ett ”bottom-up” perspektiv. Artikeln nämner sex olika delar som goodwill kan bestå av varav två av dem kategoriseras som kärngoodwill ur ett ”top-down” perspektiv.¹⁷ Dessa två beståndsdelar är symboliserade av tillgångsynergier samt företagsspecifika synergier som specifikt kan uppstå vid varje unik affärskombination. Vidare innebär dessa två typer av synergier att den nya konstellationen nu har en fördel som i sin tur kan generera ett värde gentemot innan hopslagningen, förutsatt att synergierna förverkligas. Artikeln tar även upp andra beståndsdelar som kan ingå i goodwillposten. Dessa är uppvärdering av de förvärvade tillgångarna till verkligt värde, upptagningen av nya tillgångar i balansräkningen, övervärdering vid köpeskillingen på grund av exempelvis övervärderade aktier samt den beståndsdelen som vi tror är en relevant orsak till dagens många stora goodwillposter, för hög köpeskillning. Kärngoodwilldelarna är de två värdedrivande delarna som vi anser kan generera en överavkastning, vilket potentiellt leder till förändrade framtida utsikter beroende på i fall dessa synergier infrias eller inte.

3.2 IAS 36

En av orsakerna till varför goodwilldiskussionen blivit aktuell är den nyligen reviderade regleringen. International Accounting Standards Board utvecklade nämligen i mars 2004 en reviderad version av IAS 36. Huvudmålet var att förbättra kvaliteten och nå en internationell överensstämmelse för affärskombinationer och den påföljande redovisningen för goodwill och immateriella tillgångar förvärvade vid dessa affärskombinationer.¹⁸

Syftet med standarden är att förordna ett tillvägagångssätt för att säkerställa att tillgångar ej hålls till ett högre värde än motsvarande återanskaffningsvärde alternativt användningsvärde.¹⁹

¹⁶ IAS 36 (fritt översatt från den engelska definitionen)

¹⁷ Johnson & Petrone (1998)

¹⁸ IAS 36

¹⁹ IAS 36 - Återanskaffningsvärde av en kassagenererande enhet är lika med det högre värdet av dess marknadsvärde minus försäljningskostnaden alternativt dess användningsvärde (fritt översatt från value in use). Marknadsvärdet minus försäljningskostnaden är lika med det uppnåeliga värdet som kan förväntas vid en transaktion mellan två välunderrättade och villiga parter minus eventuella avyttringskostnader.

En "impairment loss" skall redovisas för en kassagenererande enhet ifall återanskaffningsvärdet understiger bokfört värde. Nedskrivningen skall minska bokfört värde på tillgångarna i följande ordning; först minska eventuell goodwill hänförd till den kassagenererande enheten, för att sedan proportionerligt minska resterande tillgångar i enheten baserade på bokfört värde.

Goodwill skall från och med förvärvsdatumet hänföras till var och en av de kassagenererande enheterna som kan dra fördel av de nyuppstådda synergierna, oavsett huruvida andra tillgångar eller skulder från förvärvet är anförda dessa enheter eller inte. Det årliga "impairment" testet kan ske när som helst under året givet att det infaller samma tid varje år och skall ske för var och en av de kassagenererande enheter till vilket goodwill har blivit hänfört.

Tidigare skrevs goodwill av, ofta linjärt varje år. Den årliga avskrivningen belastade årets resultat på ett mer regelbundet sätt än vad de nya reglerna tillåter.

3.3 Studier av nedskrivningars påverkan på aktiekursen

I studien "Stock price behavior around announcements of write-offs" finner Bartov et. al att aktiekursen för deras undersökningsgrupp reagerade med -2.14 % under annonseringsperioden för nedskrivningar av materiella tillgångar. Deras slutsats är att dessa nedskrivningar som förmedlar information om lägre värden på tillgångarna otvetydigt representerar dåliga nyheter. Emellertid konstaterade de att reaktionen ändå var relativt liten med tanke på att en typisk nedskrivning representerade 20 % av företagsvärdet. Detta föranledde författarna att misstänka möjligheten att marknaden redan förväntar sig nedskrivningar och/eller att den underreagerar²⁰ på dem.²¹

Hirschey & Richardson har genomfört liknande studier som Bartov med den stora skillnaden att de istället undersökte goodwillnedskrivningar. Resultaten de finner är emellertid i linje med Bartovs. I deras första studie publicerad 2002 undersöker de reaktionen på aktiekursen

Användningsvärdet är nuvärdet av framtida förväntade kassaflöden som kan härledas till den befintliga tillgången. Det är inte alltid nödvändigt att estimerar båda dessa värden, eftersom det räcker att ett av dem överstiger det bokförda värdet för att man skall undvika en "impairment loss".

²⁰ Fritt översatt från "underreact"

²¹ Bartov et. al (1998)

för 80 företag som annonserade goodwillnedskrivningar mellan åren 1992 – 1996.²² Studiens resultat visar att goodwillnedskrivningar av de företag som ingick i studien påverkade deras respektive aktiekurs med -2.94 till -3.52 procent under annonseringsperioden (dag -1, dag 0).

Författarna påpekar att nedskrivningarna emellanåt kan kategoriseras som ”röriga”, det vill säga att de ofta ackompanjeras av andra annonseringar som potentiellt kan påverka aktiekursen. De menar emellertid att de ändå kan visa att just goodwillnedskrivningarnas påverkan på aktiekursen är statistiskt signifikanta.

Hirschey & Richardson påpekar att goodwillnedskrivningar är bokföringsjusteringar som typiskt sett inte påverkar varken värdet av ett företags tillgångar eller dess kassaflöde. Informationsvärdet från nedskrivningar är snarare den signaleffekt som erhålls om viktiga förändringar av företagets immateriella tillgångar och om viktiga förändringar av företagets framtida intjäningspotential.

De menar att studiens resultat är en viktig bekräftelse på relevansen av redovisade goodwillvärden, eftersom nedskrivningsannonseringar som sagt typiskt sätt inte har någon direkt påverkan på kassaflödet. Ur ett redovisningsperspektiv visar en påverkan på aktiekursen att historiska goodwillssiffror har relevans och inte bara bör ses som ”redovisningssiffror”. Ur ett finansperspektiv kan en påverkan på värderingen visa hur investerare beaktar potentiellt viktig information om ett företags vinstgenererande potential. De menar vidare att studiens resultat visar på relevansen av att införa ett impairment-test som bättre skulle tima nedskrivningarna, något som hade genomförts i USA året innan.

Påföljande år, 2003, genomförde Hirschey & Richardson en utvidgad studie som fokuserade på aktiekursers beteende under betydligt längre perioder före och efter annonseringen av en nedskrivning.²³ Författarna finner, likt sin tidigare studie, att en annonserad nedskrivning antyder en omedelbar negativ påverkan på aktiekursen om 3-3,5 %. De finner dock inget starkt stöd för att nedskrivningens storlek skulle ha någon betydelse. Detta föranleder dem att dra slutsatsen att investerare reagerar på det faktum att det sker en nedskrivning, och inte nödvändigtvis på dess storlek, ur ett värderingsperspektiv.

²² Hirschey & Richardson (2002)

²³ Hirschey & Richardson (2003)

I studien utvecklar de även sitt resonemang kring ”röriga” nedskrivningsannonseringar och hävdar att det i genomsnitt var en något lägre reaktion när det kom en ”ren” annonsering, innehållandes endast goodwill och ingen annan viktig information.

Under året innan annonseringen (dag -250, dag- 10) fann författarna en stor och statistiskt signifikant genomsnittlig avvikande avkastning²⁴ om -41,77 %. Detta bevisar, enligt författarna, att goodwillnedskrivningar kommer efter en lång period av nedgång på marknaden. Resultatet kan också påvisa att investerare delvis väntar sig nedskrivningar.

Under året efter annonseringen (dag 10, dag 250) kunde författarna påvisa en statistiskt signifikant genomsnittlig avvikande avkastning om -11,02 %. Detta visar att inte all negativ värderingseffekt kopplad till nedskrivningsannonseringen är realiserad efter slutet av, vad författarna beskriver som, den korta annonseringsperioden. Nedskrivningarna är associerade med ytterligare nedgång under det efterföljande året och författarna konstaterar att detta visar på att investerare underreagerar på nedskrivningar under den omedelbara annonseringsperioden.

3.4 Tidigare studie av analytikers användning av goodwillinformationen

Det som varit upprinnelsen till denna studie är den föregående studien genomförd på analytiker av Nordström & Suarez (2007). En observation som författarna gjorde var att analytikerna generellt såg goodwill som en något diffus tillgång som de inte ägnade mycket uppmärksamhet i sitt dagliga arbete.

Analytikerna nämner emellertid ett par tillfällen då företagens goodwillpost beaktas närmare. Dels blir posten viktigare när det går dåligt för ett företag. Även goodwillpostens storlek i förhållande till eget kapital ansågs som viktig av analytikerna, eftersom en nedskrivning skulle kunna påverka företagets möjligheter till utdelning. Detta till trots så är två av författarnas delslutsatser att informationen generellt sett inte anses vara tillräckligt relevant eller tillförlitlig för analytikerna att beakta mer genomgående.

Vidare redogörs även för andra orsaker till den begränsade användningen av informationen. Primära anledningar är tidsbristen som analytiker upplever, svårigheten med att inkorporera

²⁴ Fritt översatt från ”abnormal return”

informationen i sin värdering, faktumet att andra faktorer anses vara mer viktiga samt att informationen kommer för sent.

4 Case: Tradedoubler

För att få en så målande beskrivning av verkligheten som möjligt samt att öka möjligheten till jämförbara svar har vi som tidigare nämnt valt att basera en majoritet av intervjuerna kring företaget Tradedoubler och deras situation. Tradedoubler är ett företag inom digital marknadsföring som har valts ut som undersökningsföretag att bygga studien kring. Företaget gjorde ett förvärv i slutet av juli 2007 av IMW Group för 56 miljoner pund.²⁵ Förvärvet genererade 650,299 MSEK i Goodwill vid förvärvsögonblicket. Valutakursdifferenser har minskat värdet på posten till 531,911 MSEK vid bokslutet 2008.²⁶ Eget kapital uppgår vid bokslutet till 291,914 MSEK för 2008.²⁷ Detta innebär att en tillräckligt stor nedskrivning riskerar att radera ut eget kapital, Vilket innebär att utdelningsmöjligheten kan vara hotad samt att det medför en risk för nyemission. Med en goodwillpost på 1,83x eget kapital, förvärvat vid en blomstrande högkonjunktur, bedömer vi företaget vara intressant som case-företag inför intervjuerna. Marknadssituationen är en annan idag, våren 2009 än den var hösten 2007. Vidare har det spekulerats en del i pressen angående risken för en goodwillnedskrivning. Nyhetsbyrån skrev i januari att utvecklingen under 2009 kommer att bli kritisk för försvarandet av goodwillposten.²⁸ Även Affärsvärlden skrev hur det var fokus på företagets goodwillpost.²⁹ I artiklarna nämns det orosmoment som en stor goodwillpost kan ha för aktieplacerare. Den oron är kopplad till nyemissionsrisken, särskilt i de företag som saknar starka huvudägare. Försämrade lånevillkor och soliditetsmått är andra komplikationer som den här typen av nedskrivningsrisk kan ge upphov till.³⁰ Med tanke på denna situation och den rådande finanskrisen anser vi att Tradedoubler är ett illustrativt företag att basera vår undersökning på.

Vidare har vi även diskuterat kring ett ytterligare företag som varje analytiker följer individuellt. Dessa företag har gemensamt att de också har en relativt betydande del av balansräkningen som goodwillpost. Vår distinktion av betydande har dragits vid en goodwill

²⁵ www.privataaffarer.se

²⁶ Se Appendix 1

²⁷ Tradedoubler, 2008 Årsredovisning

²⁸ bors.va.se

²⁹ www.affarsvarlden.se

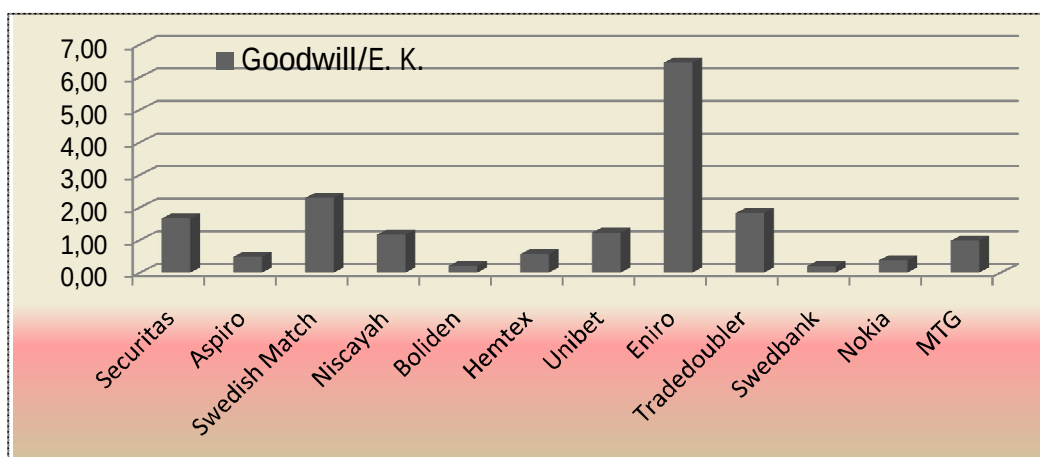
³⁰ www.va.se

motsvarande minst 20 % av eget kapital, då vi anser att en goodwillpost som är mindre inte kan anses vara av en betydande karaktär. Företagen presenteras med respektive goodwill/eget kapital ”ratios” i tabellen nedan.

Företag	Goodwill	Eget Kapital	Goodwill/E	%	Valuta
Securitas	14 104,30	8 507,30	1,66	166 %	MSEK
Aspiro	141,81	291,95	0,49	49 %	MSEK
Swedish Match	3 166,00	1 381,00	2,29	229 %	MSEK
Niscayah	2 246,10	1 936,50	1,16	116 %	MSEK
Boliden	3 303,00	16 131,00	0,20	20 %	MSEK
Hemtex	279,07	495,59	0,56	56 %	MSEK
Unibet	123,17	100,68	1,22	122 %	MGBP
Eniro*	14 270,00	2 214,00	6,45	645 %	MSEK
Tradedoubler	531,91	291,19	1,83	183 %	MSEK
Swedbank	17 308,00	86 462,00	0,20	20 %	MSEK
Nokia	6 257,00	16 510,00	0,38	38 %	MEUR
MTG	8 798,00	8 980,00	0,98	98 %	MSEK

Alla siffror är baserade på 2008 års årsredovisning för respektive bolag.

* 14 270 MSEK motsvarar immateriella tillgångar, ej renodlad goodwill.



Diagrammet ovan visar antal gånger som goodwill går igenom eget kapital.

5 Empiri

Detta avsnitt redogör för den information som framkommit i våra intervjuer med analytikerna, och kommer att bilda en utgångspunkt för det följande analysavsnittet. Informationen sammanställs under fyra huvudrubriker; *Värdering och modeller*, *Finansiell data*, *Tradedoubler* samt *Goodwill*. Under *Värdering och modeller* går vi igenom analytikernas modellval och huruvida de skiljer sig beroende på marknadssituationen gentemot tidigare. Under *Finansiell data* tittar vi på vilka fokusområden inom den finansiella rapporteringen

som analytikerna anser är relevanta vid en företagsvärdering, vi tittar även på om det skett någon förändring i valet av den information de använder. Under rubriken *Tradedoubler* redogör vi för olika analytikers syn på företaget och dess goodwill-situation. Under den sista rubriken *Goodwill* redogörs för analytikernas mer generella åsikter kring goodwill-frågor.

5.1 Värdering & modeller

Alla analytiker vi har intervjuat använder sig i en högre eller lägre grad av en diskonterad kassflödesmodell som en bakomliggande grund för sina värderingar av ett företag. En vanlig ståndpunkt är att DCF-modellen fungerar som en bra grund att luta sig tillbaka på men att den måste kompletteras av annan typ av värdering, såsom relativvärdering och multiplar. Varje företag har oftast en egen DCF-modell, men det är sällan analytikerna använder den när de för en kund ska argumentera för ett case.

Analytiker Hotel som analyserar telecom-sektorn, påpekar att det inte sker så mycket modellering, utan att man faktiskt alltid har ett värde att ta ställning till, och att det snarare är betydligt vanligare med relativvärdering, ofta med en ganska liten betoning på värdering. Hotel menar att hans motparter, förvaltare och analytiker på förvaltningssidan, inte är så intresserade av just slutvärderingen utan istället mer intresserade av värderingsargument. Därför är det väldigt sällan DCF:en står i fokus, även om den alltid finns med. Det är exempelvis mer relevant att sätta Nokia och Ericsson i förhållande till konkurrenter eller börsen i stort.

Analytiker Echo menar att DCF:en är den teoretiskt mest rättvisande värderingen. Dock menar Echo att det är en väldigt stor del av värdet som är bortom en prognoshorisont vilket är svårt att få någon bra känsla för. Hotel menar även att det är väldigt godtyckligt vilka marginaler som väljs, och att dessa får en stor effekt på slutvärdet. Echo menar emellertid att mjuka variabler konkret kan pluggas in i DCF:en och att den kan användas för att motivera ett företagsvärde. "...det var någon kund i London som undrade exakt vilket DCF-värde man har på ett bolag. Då kan man ju kontra med, vilket värde vill du ha? Eftersom att man kan skruva lite på alla parametrar så kan du ju ifall du är positiv till ett bolag också fixa ett högt DCF-värde. Jag brukar försöka att göra en DCF-modell och verkligen kunna redovisa alla antaganden och känna att jag kan stå för och argumentera för dem. Då brukar man hamna

någonstans hyggligt rättvisande. Men vill man påvisa att någonting är över eller undervärderat enligt en DCF-modell så kan man ju göra det”.

Analytiker Alpha: ”DCF:en har man med sig i grund och botten, den är trygg. Men ibland är det för mycket fokus på DCF:er. Många på marknaden kan tycka att den är lite irrelevant eftersom det blir så stora skillnader beroende på vad man stoppar in i DCF:en. Anta marginal i evighet: 25 eller 10, ingen som vet. Vi baserar inte case på ett års sikt på den.”

Analytiker som värderar banker verkar i mindre grad använda sig av en DCF-modell. Bankanalytiker India hävdar att det är mer relevant att göra en sum-of-the-parts värdering där man går in och tittar på de olika divisionerna i en bank och sedan applicerar antingen en P/E multipel på varje divisions förväntade vinst, eller att man väljer en price/book multipel som ska ha en korrelation med vad man tror att divisionen kommer att ha för en avkastning på eget kapital. Denna bild bekräftas av bankanalytiker Juliet, som också poängterar det relevanta med att göra en sum-of-the-parts värdering och sätta en rimlig multipel på varje affärsområde, beroende på marknadsvärdering eller avkastningskrav. Juliet medger att han i viss grad använder sig av en DCF-modell, men samtidigt påpekar att det är väldigt speciellt att värdera en bank. Banker berörs av kapitaltäckningsregler som innebär att för varje 100 kronor en bank lånar ut måste den ha 8 kronor i eget kapital. I en värdering räknar man därför ut den överavkastning som genereras utöver kapitaltäckningsbehovet för att sedan diskontera tillbaka det till nuvärde.

I vilken omfattning som DCF-modellen används verkar också vara kopplat till hur marknaden ser ut. Analytiker Foxtrot: ”Alla våra bolag har en DCF. Den finns alltid med som en check men man kan välja att förhålla sig till den olika mycket beroende på hur marknaden ser ut, i dagens situation kan till exempel glappet vara stort mellan en DCF och var du faktiskt tror att aktiekursen kommer hamna – investerarna sätter större risk till vissa saker. Så det är inte nödvändigtvis DCF:en som driver riktkursen.”

Analytiker Charlie menar att DCF:en blir mer eller mindre intressant beroende på vart man befinner sig i en lågkonjunktur. Charlie menar att en DCF blir mer intressant inför en lågkonjunktur och även i slutet av en lågkonjunktur när det kanske bara är ett år av dåliga vinster kvar. Charlie påpekar att han alltmer börjar använda sig av DCF:er idag.

Sammanfattningsvis visar vår undersökning alltså att de analytiker vi har intervjuat lägger en betydligt större vikt vid relativvärdering och multiplar än vid en diskonterad

kassaflödesmodell när de värderar sina företag. De multiplar som är populärast är P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, EBITDA/skuldsättning, EV/NOPLAT, EBIT/Sales och EBITDA/Sales.

Sex analytiker menar att det rådande konjunkturläget har påverkat deras val av multiplar. Analytiker Foxtrot påpekar att det inte är så givande att titta på vinstmultiplar när bolagen inte gör vinst överhuvudtaget. Denna ståndpunkt delas bland annat av Analytiker Echo, som menar att i nuläget är EBIT/Sales bättre än P/E och EV/EBIT. Analytiker Hotel tittar idag mycket mer på vinstneutrala multiplar som EBIT/Sales och Price/Book, som han menar är väldigt grova multiplar och därmed lättare att applicera över ett bredare spektrum. ”Idag visar de flesta bolag förlust, och vissa bolag har väldigt olika kapitalstrukturer så att ett P/E-tal kanske inte är så lämpligt. Titta på ett bolag som Eniro så har de ett löjligt lågt P/E-tal utifrån vinstestimaten, å andra sidan har de så hög skuldsättning så att det är tveksamt om du som aktieägare verkligen äger särskilt mycket av bolaget, eftersom att det i praktiken kanske är långivaren som äger bolaget. I dessa fall kanske inte P/E-talen är så jämförbara.”

5.2 Finansiell data

Under våra intervjuer visade det sig att sju av tio analytiker (Alpha, Bravo, Echo, Foxtrot, Golf, Hotel & India) anser att det blivit ökat fokus på balansräkningen nu gentemot tidigare. Endast en analytiker anser att fokuset är likvärdigt mot vad det generellt alltid har varit, de resterande två har inte uttryckt någon åsikt i frågan utan har varit tvetydiga i svaren. Det som bör nämnas är att en av dessa två analytiker, analytiker Juliet, är bankanalytiker och påpekar att goodwillposten alltid har justerats bort från eget kapital, vilket gjort att dålig förvärvshistorik inte påverkar hans estimat.

Av de analytiker som anser att fokus har ökat anser analytiker Echo att det alltid funnits visst fokus på balansräkningen men att fokuset inom balansräkningen har skiftat: ”För 1,5 år sedan var det ett enormt tryck på bolag med starka balansräkningar att skifta ut kapital, medans idag tittar man mer på skuldsättning i förhållande till rörelsevinsten. Mycket fokus hamnar alltså nu istället på skuldsättning och refinansieringsbehovet, dvs. på omförhandlingen av lånen”. Analytiker Echo påpekar också att balansräkningsposternas vikt skiljer sig åt mellan olika företag.

Bland de övriga analytikerna är det ingen som strikt påstår att det inte har skett någon förändring, utan deras svar är mer av reservationskaraktär då de inte vill hävda det motsatta, nämligen att något specifikt annorlunda beaktande nödvändigtvis görs. Analytiker Charlie illustrerar detta genom att berätta att en vanlig del av värderingsprocessen är att bedöma tillgångarnas värde: "Man får börja gräva vidare om det finns skäl för att tro att det finns övervärden". Men detta menar Charlie är ett rutinmässigt tillvägagångssätt som är något man alltid skall ha klart för sig. Dock så medger han att det blir så att man faktiskt tittar lite mer på goodwillposten när man är i en lågkonjunktur.

När man tittar vidare på generella åsikter så har de analytiker som anser att ett fokusskifte faktiskt skett gällande rapporteringsdata också gemensamt att de anser att skuldsättningen har blivit en allt mer central fråga. De är alla vidare överens om att detta är en konsekvens av dagens konjunkturläge. Analytiker India berättar att man tenderar att titta på lite olika saker i olika delar av cykeln och tillägger vidare: "Nu är allt fokus på kreditförlusterna och kapitaltäckningen, har du förlust så åter du av det egna kapitalet vilket leder till nyemissioner, som vi har sett drabba alla banker i Sverige utom Handelsbanken idag". Analytiker India nämner också att stresstest på eget kapital är sådant som kommer med konjunkturen, och tillägger angående stresstester: "man kan ju tycka att marknaden är lite dum för det var ju ingen som tittade på det här för 2 år sedan". Analytiker Bravo betonar också hur han skiftat fokus emot skulderna, då han medger hur han numer sätter särskild vikt vid att uppskatta företagets förmåga att klara av 2-3 år med förlust.

Analytiker Hotel menar att det är en helt annan fokus idag på balansräkningen som för 3 år sedan inte fanns alls: "Då var det bara att tuta och köra så länge vinsterna såg bra ut och vi hade tillväxt, även om balansräkningen inte såg bra ut". Hotel påpekar vidare hur central balansräkningen har blivit när man betraktar ett företag och nämner Eniro som ett exempel på ett bolag med enormt hög skuldsättning.

Det är inte bara balansräkningen som behandlas annorlunda idag. Analytiker India säger att man även har en annorlunda approach till resultaträkningen. För två år sedan började man uppifrån och fokuserade bara på intäkterna eftersom att det inte fanns några kreditförluster. Nu börjar man nerifrån och fokuserar på resultatet och vad det beror av, kreditförluster, kostnader etcetera, och sist kommer själva intäktsposten.

En annan gemensam sak som nämns av en majoritet av de sju analytiker som anser att fokus har ökat på balansräkningen är kovenanter eller lånevillkor. Analytiker Golf: "Nya modeordet

inom finansbranschen är ju kovenanter, så det måste man ha koll på”. Golf får medhåll av analytiker Foxtrot: ”Höstens nya modeord var kovenanter, det var nog vad alla pratade mest om, speciellt i högt belånade bolag”, samt analytiker Hotel som också medger att det varit mycket diskussion om kovenanter. Foxtrot tillägger också att man kan ha en skuldsättning som ser okej ut, men att man kan ha lånevillkor som säger att man plötsligt måste betala tillbaka en massa lån, vilket gör att situationen kan ändras ganska snabbt. Analytiker Bravo är ense med Foxtrot och belyser hur vissa balansräkningsposter som goodwill kan bli av mer intresse beroende på ifall det finns kovenanter kopplat till dem. Han får medhåll av analytiker Alpha som påpekar vikten av att beakta nyckeltal som kan ligga till grund för att kovenanter bryts.

5.3 Tradedoubler

När vi under intervjuerna lägger fram vårt case-företag Tradedoubler har en övervägande majoritet av analytikerna påpekat företagets lånesituation och dess goodwillpost.

Lånesituationen aktualiseras genom det nyupptagna lånet från Alecta, innebärande en 15 % ränta, som de flesta analytiker anser vara anmärkningsvärt. De beskriver att Tradedoubler har tvingats att ta lånet på grund av bristfällig amortering.

När det gäller goodwillposten beskriver Foxtrot hur Tradedoubler betalade väldigt mycket för bolaget och att det generade en goodwillpost på 600 miljoner, dubbelt så stort som det egna kapitalet. Foxtrot påpekar att man måste ha ett eget kapital för att driva ett aktiebolag, annars är man likvidationspliktig enligt Aktiebolagslagen: ”Då spelar det ingen roll om man tycker goodwill är viktigt eller inte”. Foxtrot påpekar det orimliga i att området ”Search” i det förvärvade bolaget, som genererade 12 miljoner för helåret i kassaflöde, ska försvara 600 miljoner i goodwill i balansräkningen: ”Förvärvet tar inte fart, genererar inga kassaflöden, så risken är att man måste skriva ner det”. Foxtrot har även gjort egna uträkningar, och menar att även om man är generös så kommer förvärvet inte upp i en avkastning på 6-8 %. Eftersom Tradedoubler diskonterat med 17-18 %, så menar han att man borde skriva av halva goodwillposten. ”... och om man gör det och tittar på eget kapital, då är det borta och då måste man göra en nyemission. Inte för att bolaget behöver det för kassaflödenas skull, de tjänar ju pengar, men för att du implicit är insolvent.” Hotel påpekar att han har tittat på denna risk under hela hösten och haft en säljrekommendation på bolaget. Nu har Hotel emellertid satt en köprekommendation, eftersom han menar att marknaden redan har räknat med den här nedskrivningen och att aktiekursen reflekterar det. ”... man kan säga att den underliggande

rörelsen fortfarande tjänar pengar, ska du vara med och sätta in lite pengar för att rekapitalisera det och sedan ta ut dem i utdelning längre fram i takt med att du tjänat in dem igen, då har du fortfarande ett hyggligt värderat bolag med ganska solida förutsättningar, och då tyckte vi att det är billigt även om man betraktar de negativa aspekterna.”

Även analytiker Charlie nämner problematiken med risken för negativt eget kapital efter en nedskrivning av företagets goodwillpost, men anser att det inte förändrar något värde utan bara är en siffra i balansräkningen. ”Om de skulle skriva ner sin goodwill så kan man läsa in att utsikten kraftigt har förändrats för den köpta delens verksamhet och vad den kan generera framöver, det ska man ju ställa emot att aktiekursen har gått ner 75 % och mycket av det är redan taget i kursen.” Han påpekar att om en nedskrivning skulle resultera i negativt eget kapital så skulle han inte ha något problem med det eftersom företaget fortfarande skulle generera kassaflöden och kunna betala av sina skulder. Detta förutsatt att det skulle vara praktiskt genomförbart att driva vidare bolaget med negativt eget kapital.

Analytiker Echo nämner tidigt att det i Tradedoublers fall blivit mycket fokus på deras förvärv av IMW, och att expansionen ut i Europa har gått långsammare än väntat. På grund av detta har det också blivit mycket fokus på goodwillposten och risken att den måste skrivas ned och vidare risken för att detta skulle trigga en nyemission. Han menar vidare att denna typ av bolag med nedskrivningsrisk och i förlängningen nyemissionsrisk hamnar i ett speciellt fack, eftersom en nyemission i det här klimatet är väldigt tufft. ”Även om jag tycker att bolaget i sig är ganska lågt värderat och jag tror att deras affärsmodell är ganska motståndskraftig i en sämre konjunktur, så kan det vara en sådan faktor som gör att folk inte orkar titta på det.” Han bedömer nedskrivningsrisken genom att titta på utsikterna och ifall dessa har ändrats i och med denna rapport och försöker översätta företagets utsikter och jämför sedan deras prognoser med sina egna förväntningar. Echo tror att anledningen till att aktiekursen gick ner efter rapporten främst berodde på risken för nedskrivning snarare än att det ansågs som ett dåligt förvärv, i och med att köpet redan är gjort och att pengarna redan är utlagda.

Analytiker Bravo nämner inte goodwill innan vi frågar om den och påpekar att det blir svårt att bilda sig en riktig uppfattning om den eftersom bolaget inte kommunicerar hur de motiverar värderingen, och det på grund av detta kan slå hårt när en nedskrivning kommer. Han påpekar också hur liten search-delen är mot goodwillposten och att det är svårt att se hur den kan motiveras. Analytiker Delta nämner inte heller Tradedoublers goodwillpost innan vi frågar om hans syn på den. Han menar emellertid att en nedskrivning kan påverka hans DCF-

prognoser negativt. Han menar vidare att nedskrivningsrisken är uppenbar i deras fall och bör beaktas.

5.4 Goodwill

5.4.1 *Beaktas generellt goodwillposten av analytikerna?*

Efter att ha diskuterat bokslutskommunikén från vårt case-företag Tradedoubler, och med deras diskussion kring företagets goodwill som utgångspunkt, ställer vi frågan hur de generellt brukar beakta goodwillposten. Här går svaren isär, en del hävdar att de nästan alltid beaktar posten, en del menar att de bara gör det under speciella förhållanden, medan några analytiker anser att posten generellt sett är av lite värde.

Analytiker Delta nämner att en liten beaktning görs men att goodwill är svår att uppskatta, framförallt i de fall den kan vara hänförd till flera enheter. Analytiker Charlie anser inte att själva nedskrivningen är det väsentliga utan att det är de förändrade utsikterna som kan hänföras till nedskrivningen som bör tas i beaktning. Vidare så berättar Charlie att det under två omständigheter är relevant och viktigt att titta på goodwillposten. För det första, om goodwillposten är så stor så att en nedskrivning skulle kunna resultera i ett negativt eget kapital och för det andra ifall företaget har en utdelningspolicy som bygger på EPS, eftersom att både EPS och utdelningen skulle bli lägre vid en nedskrivning.

Analytiker Bravo håller med om att goodwillposten framförallt är viktig att betrakta om posten är stor i förhållande till eget kapital, men menar också att goodwill beaktas mer om man vet hur den är uträknad.³¹

Analytiker Echo uttrycker det så här: "När det gäller goodwillnedskrivningar så ser jag i regel på det som att man redan har betalt för förvärvet och de pengarna kan man inte få tillbaka. Sen kommer en nedskrivning som inte påverkar kassaflödet, så egentligen känns det rätt obetydligt. Vad det kan göra är att det kan påverka utdelningsbara medel eller att det kan trigga en nyemission, och då tycker jag det är mer centralt". Echo menar vidare att ägarsituationen också påverkar beaktandet av goodwill: "De bolag som har en eller flera större ägare som kan gå in och garantera pengar, och gärna mer än sin egen del, vid en eventuell nyemission, där brukar aktiekursen inte påverkas lika mycket." Echo berättar också

³¹ Ifall alla variabler som använts som underlag till impairment-testen är givna, (analytiker Bravo)

att ifall det finns kovenanter, som på något vis är kopplade till eget kapital, så kan goodwillposten bli mer central då det finns risk att en nedskrivning kan leda till att kovenanter bryts. Analytiker Alpha & Foxtrot anser även de att goodwill får mer betydelse om posten är stor i förhållande till eget kapital.

Analytiker Hotel bortser oftast från goodwill, men medger att det kan ha visst värde ifall eget kapital är svagt. Analytiker Juliet säger sig inte beakta goodwill mer än som en sidovariabel eftersom att man justerar eget kapital för goodwill. I bankbranschen värderar marknaden nämligen alltid all goodwill till noll. Juliet berättar att även om han inte anser att goodwill-posten har någon större betydelse för hans analyser så kommer den ändå upp som en diskussion med bolagen. Främst diskuteras då de eventuella effekterna som en nedskrivning kan komma att generera.

Analytiker Golf påpekar att nyemission och utdelning går hand i hand: "Egentligen kan man ju säga att en utebliven utdelning är en indirekt nyemission". Golf anser även att om bolaget har kovenanter kopplade till eget kapital så bör man vara uppmärksam, en åsikt som delas av analytiker Foxtrot. En tredje situation då analytiker Golf uppmärksammar goodwill är ifall företaget i fråga är en förvärvsmaskin som förväntas göra ett par förvärv varje år: "Ett bolag vars kärnkompetens är att förvärva bolag; börjar det komma nedskrivningar i ett sådant företag finns det risk att det blir en förtroendekris hos ledningen, vilket kommer att avspeglas i riskpremien för bolaget på marknaden". Analytiker Hotel hävdar att ett tecken på att goodwill blir en aktuell post att beakta är om Price/Book är nere i 1 eller lägre, alternativt ifall konkurrenterna skriver ner goodwillposter. Juliet berättat att beaktandegraden skiljer sig sektorsvis och hänvisar till bankernas branschstandard när han beskriver att: "En liknande situation som i Swedbanks fall skulle vara betydligt allvarligare om det gällde ett "vanligt" bolag."

Meningarna går isär när det gäller huruvida man anser att det är någon skillnad i beaktandet nu emot tidigare, det vill säga implicit om analytikerna beaktar posten mer i en lågkonjunktur mot i övriga fall. Tre analytiker anser att man gör det, tre anser att man inte gör det, tre är tvetydiga och en, analytiker Echo, anser att man beaktar det av en annan anledning nu. Echo menar att det tidigare var ett enormt tryck på bolag med starka balansräkningar att skifta ut kapital medans det nu handlar om ifall man behöver ta in kapital via en nyemission.

5.4.2 Goodwill och värdering

De flesta av analytikerna anser inte att goodwill påverkar själva värderingen då den inte är kassaflödesdrivande. Analytiker Bravo instämmer att goodwillposten inte påverkar hans värdering mer än som en osäkerhetsfaktor. Dock så anser han att en nedskrivning ändå vanligtvis påverkar kursen även om den var i linje med förväntningarna: "Man ska inte ta som en garanti att kursen inte går ner bara för att man vet att det finns ett stort nedskrivningsbehov". Han tillägger att Lundin Mining gjorde flera nedskrivningar 2008 och att alla var överens om att det måste skrivas ner, men att det ändå blev en negativ kursreaktion när det kom ut. "Alla vet att det kommer en stor nedskrivning, det står i konsensus att goodwill kommer att vara i fokus och att det kommer en nedskrivning, ändå kan det bli en påverkan på kursen trots att folk vet om det".

Enligt analytiker Alpha hänger goodwill och marknaden ihop lite grann, vilket gör att en orolig marknad kan påverka försvarbarheten i en goodwillpost vilket i sin tur kan leda till lägre multiplar. Även en uppenbar nedskrivningsrisk, som i Tradedoublers fall, måste man ta hänsyn till i sin värdering. Alpha menar vidare att aktien ofta handlas ner om man är rädd för goodwillposten, och att det är någonting man måste ta hänsyn till i sin värdering. Dock kan han inte helt säga att nedskrivningsrisken alltid är tagen i kursen. Analytiker Foxtrot tycker det motsatta och anser att marknaden är snabb på att korrigera värdena, vilket gör att man inte behöver ta hänsyn till goodwillposten i värderingen. Analytiker Charlie anser också att en eventuell nedskrivning ofta är med i aktiekursen, men medger att statistiskt sett så kan det påverka prognoserna eftersom att goodwillpostens storlek rent teoretiskt är baserad på förväntade överavkastningar som hänförliga tillgångar kan komma att generera i framtiden. Men Charlie tillägger också att goodwill är en funktion av vad säljaren och köparen kommer överens om. Analytiker Echo tycker också att prognoserna kan bli påverkade då en nedskrivning är ett medgivande av försämrade framtidsutsikter för bolaget. Analytiker Hotel säger att det visserligen kan påverka prognoserna, men att nedskrivningar ofta kommer med en laggande faktor vilket gör att det ofta redan är taget i kursen. Vidare nämner Hotel att han tror att analytiker kan vara orsaken till en motsatt effekt, nämligen att deras dystra prognoser kan tvinga bolagen till nedskrivningar.

Avslutningsvis kan tilläggas att ingen analytiker medgav att goodwill kommer in konkret i deras värdering, utan kan snarare ses som en mjuk variabel som kan ha en indirekt påverkan.

5.4.3 Signalvärden

Enligt analytikerna kan man säga att nedskrivningar generellt sett inte ger någon positiv signal. Undantaget är i vissa fall när majoriteten av marknaden har väntat på nedskrivningen, för då när den sedan slutligen kommer så kan det bli en form av lättnad hos marknaden att ledningen äntligen tagit sitt förnuft till fånga och tagit itu med problemet enligt India.

Analytiker Alpha och Bravo påpekar vikten av att hålla ögonen öppna för att fler goodwillnedskrivningar kan ske ifall en nedskrivning nyligen inträffat. Hotel menar mer specifikt att det viktigaste att göra när det skett en nedskrivning är att titta på vad som skrivits ner, varför det har skrivits ner och om det finns mer som kan skrivas ner. Analytiker Charlie är inne på samma spår och menar att man bör titta på hur nedskrivningen är motiverad för att sedan jämföra bolagets förklaring med ens personliga förväntningar för att på så sätt uppskatta ifall nedskrivningen var försvarbar och ifall man kan förvänta sig fler.

Bankanalytikerna menar att det kan vara svårt att bedöma investerarnas intressen och avgöra vad för signalvärden en nedskrivning faktiskt har. India förklarar att i Swedbanks fall har media trissat upp goodwillpostens påverkan på företagens dåliga resultat. Han menar att det inte nödvändigtvis behöver vara nedskrivningen som är orsaken till att förväntningarna inte uppfylls. Han påpekar svårigheten med att avgöra var investerarnas intressen verkligen ligger. Det kan vara in eller utlåningsräntan som är den riktiga anledningen till att marknaden inte anser att förväntningarna uppfylls. Juliet håller med om att journalister inte alltid har koll på var förväntansbilden ligger i marknaden.

India, Golf, och Echo påpekar alla att en nedskrivning är ett underkännande av ett genomfört förvärv och innebär en förtroendesmäll för bolagen. Echo påpekar vidare att speciellt förvärvsstarka företag som MTG, som nyligen presenterat ett undermåligt förvärv, får sig en törn ifall en goodwillpost skrivs ner.³² Alpha pratar också om MTG och deras tuffa läge. "MTG är känd för att köpa bra grejer och så kommer det här precis innan finanskrisen". I nuläget anser han att MTG är en ännu hetare kandidat än Tradedoubler till att skriva ner sin goodwillpost. Detta är i linje med vad analytiker Golf tidigare nämnt angående företag vars kärnkompetens är förvärv. Golf talar vidare om vad för konsekvenser som det kan få för bolagen: "Säg så här, nästa gång det företaget gör ett förvärv, då lär ju inte kursen gå upp". India instämmer och menar att Danske Bank är ett bra exempel på en bank som efter ett antal

³² MTGs förvärv i Bulgarien genererade 6 222 MSEK i goodwill, MTG Årsredovisning 2008

mindre lyckade förvärv fått sig en förtroendesmäll: ”Hela Danske Banks affärsmodell, att vara en förvärvsbank har fått sig en törn och resulterat i att banken har blivit lite identitetslös”.

Analytiker Delta menar att man beaktar goodwill i förhållande till kassaflödet och argumenterar för att det viktiga är att försäkra sig om att företaget kan fortsätta sin verksamhet, och tillägger att visserligen kan aktiekursen sjunka lite efter en nedskrivning men att man inte är orolig för företaget ifall dess likvida situation är stark.

De som anser att en nedskrivning är av minst betydelse generellt är bankanalytikerna eftersom att de använder sig av justerade siffror. Dock medger de att en nedskrivning kan ha vissa mjuka signalvärden. Analytiker Juliet berättar att man reagerar ifall en oväntad nedskrivning sker: ”Vad har de hittat för någonting där borta som inte vi har hittat tidigare”. Analytiker India poängterar också att även om man justerat för goodwill i sina nyckeltal så är posten fortfarande ett hot emot eget kapital.

5.4.4 Goodwillinformation och nedskrivningsuppskattning

De flesta analytikerna gör inte frekvent några uppskattningar på nedskrivningens storlek, ofta på grund av att det anses vara svårt och osäkert, men det finns undantag då vissa analytiker har genomfört beräkningar för att uppskatta en försvarbar storlek på goodwillposten. Dessa beräkningar är ofta väldigt grova då storleken ofta är väldigt svår att uppskatta. Analytiker Golf menar att man visserligen har en uppfattning om nedskrivningen men att det i slutändan alltid är en förhandling mellan bolaget och deras revisorer: ”Man brukar ju argumentera för att över tid så borde det vara som det varit historiskt, och då brukar man ju kunna motivera goodwillposten. Sedan så förhåller sig ju revisorn till bolagets motivering. Så det pågår ju hela tiden en diskussion mellan bolaget och dess revisorer, eftersom att det inte är en exakt vetenskap som säger att någonting är värt ett specifikt belopp”. Analytiker Alpha beskriver också komplexiteten i en goodwillsituation då bolagen gör överläggningar med revisorerna varje kvartal angående deras immateriella poster som sker lite i det tysta. Alpha berättar att det är svårt att få en inblick i hur diskussionen går mellan bolaget och deras revisorer och menar att det kan dröja flera år innan en nedskrivning sker från det att marknaden har börjat vika. Analytiker Foxtrot är inne på samma linje då han nämner att det inte är så ofta som revisorerna tvingar bolag till nyemissioner.

De analytiker som har genomfört en uppskattning är analytiker Foxtrot, Bravo och Hotel. Analytiker Foxtrot har som tidigare nämnts genomfört en impairment-beräkning på

Tradedoublers goodwillpost. Analytiker Bravo betonar att man kan uppskatta en potentiell nedskrivningsstorlek ifall man vet hur den är uträknad, men medger att börsen kan värdera goodwill annorlunda gentemot vad som går att motivera ur ett redovisningsperspektiv vilket i sin tur kan försvåra processen. Analytiker Hotel berättar att han genomfört beräkningar när Price/Book är nere i 1 för att se ifall multipeln skulle varit högre. Han påpekar dock svårigheten med att uppskatta posten då många bolag i hans ögon har enorma frihetsgrader när det gäller hanteringen av goodwill. Det visar sig då vissa bolag uppenbarligen har en strikt internpolicy då det skriver ner så fort Price/Book är nere i 1, medans vissa bolag ibland kan ha tillgångar som uppenbart har förvärvats alldeles för dyrt men ändå inte skrivs ner. Han tillägger slutligen också att uppskattningsberäkningar är något han annars sällan gör.

Analytiker Delta förklarar att det är svårt att bestämma till vilka tillgångar en goodwillpost kan hänföras och sågar impairment-testets relevans och menar att: "Det är ett test baserat på löjliga antaganden som man omöjligt kan bedöma." Han poängterar också vikten av mjuka variabler såsom ledningens trovärdighet och eventuella "track records" som kan hjälpa till att bedöma riktigheten i en goodwillpost.

När det gäller åsikter kring hur mycket information som ges kring impairment-testen så går meningarna isär bland våra intervjuade analytiker. Juliet, Echo, Charlie och Hotel är nöjda med informationen eller som analytiker Charlie uttrycker det: "Jag tycker inte att de skall ge mer information för då blir det bara struligt". Analytiker Juliet anser att: "information finns så det räcker och blir över". Analytiker Echo anser att det är bra att man redogör för inputparametrar och erkänner också att han inte skulle göra något mer ifall informationsflödet utökades. Analytiker Alpha däremot tycker att man aldrig kan få för mycket information och menar att han med utökad information skulle kunna analysera behovet av nedskrivningar desto mer. Analytiker Bravo tycker att informationen som ges är något begränsad vilket gör att det blir ett problem att försöka förstå hur bolagen har motiverat sina värderingar. "I vissa fall skriver man bara ut vad man har för avkastningskrav och tillväxt". Han nämner vidare i Tradedoublers fall: "Som det är nu är det en stor osäkerhet på hur värderingen är motiverad. Kommer det en nedskrivning som visar vad kvarvarande värden består av skulle nog fokus på goodwillposten minska".

6 Analys

I detta avsnitt analyserar vi insamlad data med utgångspunkt från vår frågeställning och tidigare teoretiska studier.

6.1 Ett skiftat fokus

Utifrån empirin anser vi att vi har fått bekräftat att flera av de antaganden vi gjorde innan studiens början stämde. Analytikerna har med enfaset uttryckt hur viktig balansräkningen har blivit i deras analyser av företag, särskilt gentemot hur det såg ut för endast två år sedan.

Detta beror främst på att analytikerna anser att det finns en reell risk för företags överlevnad i dagens marknadsklimat. Företagens lånesituation har till exempel hamnat i fokus på grund av att kreditmarknaden är i gungning vilket har gjort att det i extremfallet kan bli svårt för företagen att överhuvudtaget bli beviljade banklån. Dessutom kan det uppstå en situation där företagen inte kan sköta sina amorteringar korrekt, vilket som i Tradedoublers fall, kan leda till att de måste ta nya lån med mycket hög ränta.

Som många analytiker påpekar har den senaste tidens modeord varit kovenanter, och det har varit ett fokus på risken för att de skall brytas. Analytikerna tittar i den mån information ges på vad företagens låneavtal innebär och vad de är kopplade till i respektive företag. När kovenanter är baserade på någon form av nyckeltal innehållande eget kapital kan goodwill komma att bli en väldigt viktig post, eftersom det är just mot eget kapital som goodwill skrivs av. I och med att företagen ofta inte avslöjar vad deras lånevillkor är baserade på kan nedskrivningsrisken för goodwill bli ett orosmoment, eftersom en nedskrivning kan bidra till överraskande följder i form av att företaget behöver nytt kapital. Det som gör situationen än mer osäker är att företagets skuldsättning kan se acceptabel ut men att situationen snabbt kan ändras om kovenanterna skulle brytas.

Likt de analytiker som deltog i Nordström & Suarez studie påpekar även våra analytiker hur viktig goodwillposten kan bli om den är stor i förhållande till eget kapital. Vad som menas med stor skiljer sig åt mellan olika företag men generellt sett syftar analytikerna framförallt på en situation då goodwillposten är större än eget kapital.

Orsakerna till denna betydelse har emellertid ändrats på de två år som har gått. Den primära orsaken som framträder i den tidigare studien är att en nedskrivning skulle kunna hota

företagens möjligheter till utdelning till sina aktieägare. Denna orsak har visserligen även framkommit vid enstaka tillfällen under våra intervjuer, men det är ändå väldigt tydligt hur dagens fokus på balansräkningen har påverkat analytikerna. Förutom risken för att låneavtal bryts, pekar många av våra analytiker på risken för att en nedskrivning kan resultera i att företaget får ett negativt eget kapital. Detta verkar inte alls ha funnits på analytikernas radar för två år sedan.

Gemensamt för de teman vi hittills behandlat är att respektive situation kan få en väldigt konkret och uppenbar negativ följd för företaget, nämligen en nyemission. Av våra intervjuer att döma är det främst denna risk som har fångat analytikernas intresse för goodwillposten.

En nyemission anses nämligen nästan uteslutande som något negativt, eftersom aktieägare kan komma att behöva investera mer pengar eller annars få sina aktier utspädda. Det är alltså generellt sett då bolag ligger i riskzonen som analytiker beaktar goodwillposten. Analytiker Echo nämner att man ofta placerar dessa bolag i ett speciellt fack för riskbolag som då beaktas annorlunda. I och med dagens svåra marknadssituation kan ett nyemissionsbehov också i extremfallet leda till att företagets verksamhet riskerar att upphöra då många företag har svaga ägarförhållanden. Många aktieägare är på grund av klimatet redan hårt utsatta och kan inte alltid ställa upp med nytt kapital då behov uppkommer. Detta problem är av naturliga skäl främst aktuellt när det gäller mindre företag, vilket också framkommit i de intervjuer vi har haft med analytiker som bevakar denna typ av bolag. Större företag har oftast stora institutionella ägare som kan garantera en nyemission, även om också denna typ av ägare kan ha en ansträngd ekonomi.³³ Sammanfattningsvis får goodwillposten främst betydelse i och med dess egenskap av balansräkningspost och dess potentiella egenskap av att kunna bidra till ett nyemissionsbehov då den skrivs ner mot eget kapital. Anledningen till denna betydelse kan i allra högsta grad tillskrivas det problematiska marknadsläget.

6.2 Värderingen och prognoserna berörs marginellt

Under våra intervjuer har det framkommit att i stort sett alla analytiker i viss mån använder sig av en DCF modell när de genomför sina värderingar. Dock har det visat sig att de sällan använder den som argument för ett värde utan snarare som en benchmark mot övriga

³³ Industrivärden är en stor institutionell ägare som har en skuldsättningsgrad som överstiger deras mål. Detta skulle potentiellt kunna påverka deras förmåga att delta i en nyemission.

modeller. Bland de övriga modellerna är multipelvärdering och relativvärdering den värderingsmetod som i princip alla analytiker även använder sig av. Inom multipelvärderingen använder sig flera analytiker av multiplar justerade för goodwill eller multiplar före goodwill som EBITDA.

Analytikerna berättar frekvent hur goodwill inte är kassaflödesdrivande och därför inte påverkar deras estimat, detta gäller för DCF:en men även för många av deras multiplar. Med tanke på valet av värderingsmodeller är det ändå intressant hur fokuset har ökat på balansräkningen och på goodwillposten i sig, trots att analytikerna menar att den inte har någon direkt påverkan på deras modeller. Vidare är det en utbredd synpunkt att goodwill inte kommer in konkret i värderingen i den meningen att den är en variabel som utgör en beståndsdel i en värderingsmodell.

En sak som vi trodde ändå kunde påverkas av goodwill var de framtida prognoserna, och då även prognoserna som läggs in i en DCF. Vår tolkning av goodwillens beståndsdelar, som diskuteras i Johnson & Petrone (1998), är att synergier som kan uppstå vid en affärskombination kan vid ett förverkligande leda till att ett värde skapas vilket i sin tur leder till att framtidsutsikterna torde se annorlunda ut än vid ett skede då synergier inte förverkligas i samma grad. Detta torde vidare leda till att goodwillens indikation om framtiden borde ha ett visst prognosvärde. Detta menar vi borde kunna påverka en DCF där man prognostiserar för en tillväxt som i allra högsta grad borde bli påverkad av hur dessa nämnda synergier förverkligas, vilket då också borde påverka analytikens beaktande av posten.

Detta får visst medhåll från en del analytiker som medger att en oväntad nedskrivning teoretiskt sett skulle kunna leda till att prognoser revideras. Dock verkar detta inte vara något som vanligtvis leder till några större korrigeringar av analytikernas modeller. Vad många analytiker istället menar är att den potentiella goodwillsmällen ofta är tagen i kursen vilket skulle innebära att själva nedskrivningen i sig, när den väl kommer, inte skulle påverka prognoserna. Detta är något som också Hirschey & Richardson visar i sin studie. Det författarna kommer fram till är hur en "pre-announcement period" på 250 dagar innan ett offentliggörande av en nedskrivning påvisade en negativ avvikande avkastning på -41,77 %. Detta tyder på att marknaden faktiskt anade den kommande nedskrivningen, vilket också skulle bekräfta vissa analytikens åsikt om att goodwillen faktiskt är tagen i kursen.

Någonting som dock ändå är intressant att reflektera kring är huruvida man kan avgöra ifall det som är taget i aktiekursen verkligen till fullo speglar den framtida situationen eller om det finns fog för att tro på en ytterligare reaktion efter nedskrivningen, då flera analytiker har kommenterat svårigheterna med att bedöma företagets nedskrivningsantaganden och motiveringar.

Hirshy & Richardsons studie visar nämligen även att en negativ avvikande avkastning sker både på själva offentliggörandedagen samt även ett år efter att nedskrivning har skett. Detta skulle vidare tyda på att man inte kan basera hela prognosförändringen på vad som redan är taget i aktiekursen innan nedskrivningen, som många analytiker anser.

Det finns dock de analytiker som med reservation talar om marknadens förmåga att fånga upp potentiella effekter av nedskrivningar. Analytiker Bravo hävdar att även om en nedskrivning var väntad så gick kursen allt som oftast ner ändå, vilket vidare tyder på att det inte med säkerhet går att bortse från nedskrivningseffekter då de uppenbarligen i vissa fall är större än marknadens förväntningar.

Dock skall tilläggas att studiens primära mål endast var att undersöka om aktiekursen påverkades under en längre period både innan och efter offentliggörandet. Att undersöka de exakta orsakerna till de negativa effekterna ett år efter offentliggörandet var utom studiens omfattning. Det medför att man får uttala sig med reservation för hur stor del av den nedgången som faktiskt kan hänföras till goodwillnedskrivningen. Men skall man tro analytiker Bravo så torde ändå en betydande del gå att hänföra.

Vad som skulle kunna vara en orsak till diskrepansen mellan studiens resultat och de flesta analytikers ståndpunkt skulle kunna förklaras av att analytikernas fokus ligger främst på de närmaste kvartalen.

6.3 Banksituation är annorlunda

Som uppsatsens inledande exempel om Swedbanks situation illustrerar, blev goodwillposten väldigt upplåst i affärspressen och annan media. Av rapporteringen var det lätt att få uppfattningen att det specifikt var goodwillnedskrivningen som utgjorde nästan hela differensen mellan det rapporterade resultatet och marknadens högre ställda förväntningar. Vår uppfattning från denna rapportering var att nedskrivningen därför direkt eller åtminstone

indirekt skulle vara en av de största orsakerna till att aktiekursen gick ner efter att rapporten publicerats. Däremot menar våra bankanalytiker som följer Swedbank något helt annat. Deras ståndpunkt kan bäst beskrivas som en lätt avspisning av affärsmedia som en kår som ofta är lite sensationslysten och som inte alltid är insatt i alla frågor. Visserligen poängterade India svårigheten med att avgöra vad det är som verkligen driver kursen, och då vidare vad investerarna är missnöjda med. Juliet verkar däremot mer säker på att aktiekursen inte kan påverkas av goodwill. Däremot så medger han att goodwillposten och dess effekt kommer upp till diskussion med bolaget, vilket ändå tyder på att han misstänker att posten och dess framtid faktiskt kan påverka företagets fortsatta utgångsläge.

Under intervjuernas gång har det visat sig att bankanalytikerna haft en lite annorlunda inställning till goodwillposten. Förklaringen har varit en typ av branschstandard där man inom banksektorn alltid justerar för goodwill i alla nyckeltal. Man värderar alltså all goodwill till noll, vilket då borde innebära att man redan reserverat sig för de konsekvenser en nedskrivning kan få. Detta skulle kunna tyda på att betydelsen för goodwill skiljer sig sektorsvis. Vilket också Juliet bekräftar när han nämner att Swedbanks goodwillsituation skulle vara betydligt värre i ett "vanligt" bolag än i en bank.

Ska man tro våra bankanalytiker, tyder detta på att inom banksektorn generellt så verkar inte kursen påverkas i någon större grad av nedskrivningar. Samtidigt bör man uttala sig med reservation då det komplexa sambandet mellan aktiekursen och relevanta orsaksvariabler än en gång gör sig påmint.

6.4 Signalvärden påverkar

En generell uppfattning bland våra analytiker är att en nedskrivning ändå kan ha ett visst signalvärde. Vad de då främst syftar på är att nedskrivningen kan ses som ett underkännande av ett förvärv och därför kan påverka förtroendet för ledningen. Dock så behöver inte en nedskrivning alltid ses som något negativt. Detta kan vara aktuellt i de fall då marknaden länge har ansett att en post bör skrivas ner och att det sedan inträffar. Marknaden kan då bli lättad över att ledningen agerar resolut och tar tag i problemen. Detta är under förutsättningar att nedskrivningar inte sker alltför frekvent. Upprepade nedskrivningar kan göra att marknaden till slut inte värderar förvärven. Det medger ett par analytiker då de belyser risken för att förvärvsbenägna företag kan mista sitt förtroende. Detta illustreras väl av analytiker

Golf som berättar hur han med skepsis tar emot nyheter om nya förvärv från företag med dålig förvärvshistorik. India gav Danske bank som ett exempel på ett företag som har skadat sin identitet som förvärvsbank.

Det som återigen kan noteras är att analytiker ändå anser att goodwill har ett visst värde i deras arbete även om det inte påverkar värderingen konkret. Vidare kan sammanfattningsvis slutsatsen dras att typen av företag också kan påverka hur goodwill beaktas då förvärvsstarka företag kan skadas mer av dåliga förvärv än ”övriga” bolag.

6.5 Systemet ifrågasätts

Förklaringen till våra analytikers beaktande av goodwillposten och dess nedskrivning skiljer sig åt i fall till fall, men flera gemensamma skäl kan också skönjas från våra intervjuer. Vad vi ser som en orsak med stort förklaringsvärde är mängden information som företagen erbjuder kring sin goodwill och hur företagen hanterar sina impairment-tester. I dessa frågor går våra analytikers ståndpunkter isär en aning. Vi menar att vissa analytikers åsikter bäst kan sammanfattas med att de hyser en misstro till systemet. En del analytiker menar att impairment-testet är baserat på löjliga antaganden och att det helt enkelt inte finns tillräckligt med information för att bilda sig en uppfattning om postens försvarbarhet, annat än i schablonmässiga siffror. Denna uppfattning är i linje med vad Nordstöm & Suarez fann i deras studie för två år sedan.

En analytiker vill till och med gå så långt att han kallar det ett ”tjuv och rackarspel” från bolagens sida. En viss misstro mot relationen mellan bolagen och deras revisorer insinueras, och vissa analytiker påpekar hur svårt det är för en revisor att motsätta sig företagets egna prognoser. Det finns enkla knep för företagen att ta till för att motivera ett värde och skjuta upp sina nedskrivningar. Företagen tycks generellt sett ha en hel del frihetsgrader vilket möjliggör ett försvarande av mindre lyckade förvärv. Diskussionen mellan företaget och revisorn beskrivs som en förhandling som det är svårt att få inblick i. Detta bidrar till osäkerheten kring testen. Det faktum att det kan dröja flera år innan en nedskrivning kommer från att marknaden började vika gör knappast saken bättre. En ståndpunkt som framkommit fler än en gång är en övertygelse om att revisorer väldigt sällan tvingar bolagen att göra nedskrivningar.

Det skiljer sig åt huruvida analytikerna anser att företagens redovisade information kring goodwill är tillräcklig. En intressant iakttagelse är att de analytiker som anser informationen vara tillräcklig i lägre grad tenderar att använda informationen till att försöka uppskatta själva nedskrivningen, och inte heller anser att goodwill är en betydande post. Medan de analytiker som anser informationen otillräcklig också var de enda som menade att de skulle analysera informationen djupare ifall den var mer detaljerad.

Detta föranleder oss att betrakta förklaringsvärdet från de positivt inställda analytikerna med en viss reservation eftersom de av naturliga skäl inte beaktar informationen i någon större utsträckning.

7 Slutsats och diskussion

7.1 Slutsats

Vi har konstaterat att ett skiftat fokus har skett gentemot balansräkningen under senare tid, vilket i sin tur föranlett ett större beaktande av goodwillposten från analytiker idag jämfört med för två år sedan. Detta skifte kan till stor del förklaras av den rådande marknadssituationen. Goodwillposten och dess nedskrivningsrisk blir viktig för analytikerna först då en nedskrivning av posten kan leda till konkreta negativa följder, såsom en nyemission. Dagens marknadsläge har därför ökat postens betydelse eftersom nedskrivningar och, i förlängningen, negativa konkreta följder har blivit mer aktuella. Vi kan emellertid konstatera att goodwillposten inte påverkar analytikers värderingar konkret, och att analytiker sällan själva försöker uppskatta en potentiell nedskrivning storleksmässigt. En anledning till detta är att det finns en genomgående uppfattning om att marknaden redan har räknat med nedskrivningen innan den kommer. Vidare kan en skepsis mot impairment-testet skönjas bland de analytiker vi har intervjuat. En populär uppfattning är att det är för enkelt för företagen att försvara sina goodwillposter gentemot revisorerna.

7.2 Diskussion

Vad som är viktigt att understryka när man gör en fallstudie baserad på endast ett få antal personers åsikter, är hur man måste med reservation förhålla sig till de uppnådda slutsatserna. Generaliserbarheten av den här typen av studier är relativt begränsad. I vårt fall kan man alltid

diskutera för huruvida det urval av analytiker vi intervjuat verkligen är representativa för hela analytikerkåren. Man kan anta att analytiker följer olika antal företag vilket då skulle innebära att tiden de har för specifika tekniska uträkningar borde skilja sig åt mellan analytiker. Ett beaktande som skulle innebära att studiens slutsats nog kan bli en annan vid en undersökning på en annan grupp av analytiker. Även vilka företag de följer spelar roll, inte bara ur det perspektivet att en stor goodwillpost skulle få upp analytikernas ögon, utan också för att informationen som ges i årsredovisningarna skiljer sig åt mellan företagen. Ifall man då inkapslar analytiker som följer företag med en helt annan transparens, kan man också misstänka att slutsatsen kan bli en annan. Vad som också skall nämnas är att en intervjusituation är ett möte mellan två människor, där personkemin spelar in på hur pass mycket information man kan få ut och på hur pass ärliga de intervjuade personerna vågar vara. Inom analytikerkåren är det vidare mycket fokus på kårens konsensus när det gäller den allmänna uppfattningen. Man kan då fundera på om det inte finns en risk för att man som intervjuare snarare får ta del av kårens konsensusuppfattning än den personliga uppfattningen hos respektive analytiker.

7.3 Förslag på vidare forskning

Under en del av våra intervjuer har det från analytikernas sida minst sagt framträtt en viss skepsis mot relationen mellan företagen och deras revisorer vid frågor relaterade till det årliga impairment-testet. Det anses exempelvis vara för enkelt för företagen att försvara posten gentemot revisorerna, genom att exempelvis hävda att den kassagenererade enhet som goodwillen är kopplad till kommer att ta fart i framtiden. Vissa analytiker menar att det är väldigt svårt för en revisor att säga emot och ifrågasätta företagens egna prognoser. Det skulle därför vara intressant att fördjupa sig i denna fråga och undersöka hur relationen mellan dessa parter ser ut i praktiken. Det vill säga om revisorerna faktiskt uppfyller kravet på objektivitet eller om de kanske, som en analytiker uttrycker det, ger företagen för många frihetsgrader.

En annan fråga vi finner intressant att studera är själva kopplingen mellan goodwill-nedskrivningar och påverkan på aktiekursen. En kvantitativ studie, likt de som Hirschey & Richardson har gjort på den amerikanska marknaden, skulle förslagsvis kunna genomföras på den svenska eller den europeiska marknaden. Denna fråga har blivit särskilt intressant med tanke på införandet impairment-testet och att goodwill har blivit en "issue" med tanke på att många poster har eller kommer att skrivas ner i det rådande marknadsklimatet.

8 Referenslista

8.1 Intervjuer

Analytiker Alpha, aktieanalytiker, 2009-04-03

Analytiker Bravo, aktieanalytiker, 2009-04-01

Analytiker Charlie, aktieanalytiker, 2009-03-31

Analytiker Delta, aktieanalytiker, 2009-03-25

Analytiker Echo, aktieanalytiker, 2009-04-17

Analytiker Foxtrot, aktieanalytiker, 2009-03-31

Analytiker Golf, aktieanalytiker, 2009-03-31

Analytiker Hotel, aktieanalytiker, 2009-04-01

Analytiker India, aktieanalytiker, 2009-04-28

Analytiker Juliet, aktieanalytiker, 2009-04-06

8.2 Årsredovisningar (2008) & kommnikéer (Q4, 2008)

Aspiro

Boliden

Eniro

Hemtex

MTG

Nokia

Niscayah

Securitas

Swedbank

Swedish Match

Tradedoubler

Unibet

8.3 Regelverk

IASB – Föreställningsram för utformning av finansiella rapporter
IFRS 3 – Business Combinations
IAS 36 – Impairment of Assets
Basel 2 - Regler för kapitaltäckning

8.4 Litteraturlista

Bartov, E., Lindahl, F. W., Ricks, W. E. (1998), "Stock Price Behavior Around Announcements of Write-offs", *Review of Accounting Studies*, vol. 3, no. 4

Hellman, N. (2000), *Investor Behaviour - An empirical study of how large Swedish institutional make equity investment decisions*. Doktorsavhandling. EFI, The Economic Research Institute. Handelshögskolan i Stockholm.

Hirschey, M., and V.J. Richardson. (2002), "Informational Content of Accounting Goodwill Numbers." *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 21, no. 3

Hirschey, M., and V.J. Richardson. (2003), "Investor Underreaction to Goodwill Write-Offs." *Financial Analyst Journal*, vol. 59, no. 6 (Nov.-Dec., 2003), pp. 75-84

Johnson, L.T., Petrone, K.R. (1998), Is Goodwill an Asset? *Accounting Horizons*, vol. 12, nr. 3, ss. 293-303

Nordström, U., and Suarez, M. (2007), "Redovisningsinformationens användbarhet – redovisning av goodwill enligt IFRS"

8.5 Internetkällor

Bolag som hotas av nedskrivning, David Zaudy, 2009-04-23

<http://www.va.se/nyheter/2009/04/23/goodwill-en-tickande-bomb-/>

Livsfarligt med fallande knivar, Johan Högberg 2009-01-30

www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article502504.ece,

Tradedoubler (telegram från direkt), 2009 kritiskt för försvara goodwillpost-VD

[http://bors.va.se/va/sites/news/newspop.page?magic=\(cc%20\(news%20\(mkt%20SSE\)%20\(id%20urn:newsml:six.se:20090129:DIR-BN_2297795073:1\)\)\)](http://bors.va.se/va/sites/news/newspop.page?magic=(cc%20(news%20(mkt%20SSE)%20(id%20urn:newsml:six.se:20090129:DIR-BN_2297795073:1))))

Tradedoubler har förvärvat samtliga aktier i The IMW Group, 2007-07-26

<http://www.privataaffarer.se/nyheter/Pressmeddelanden/pressmeddelande.xml?intPressReleaseID=101477>

9 Appendix

9.1 Appendix 1 – Tradedoublers immateriella tillgångar

10. Immateriella anläggningstillgångar

Koncernen	Förvärvade immateriella tillgångar			
	Utvecklings- utgifter	Marknads- och kundbaserade tillgångar	Goodwill	Totalt
TSEK				
Ackumulerade anskaffningsvärden				
Ingående balans 2007-01-01	13 750	–	–	13 750
Rörelseförvärv	21 786	103 797	650 299	775 882
Internt utvecklade tillgångar	220	–	–	220
Årets valutakursdifferenser	–1 252	–6 573	–40 519	–48 344
Utgående balans 2007-12-31	34 504	97 224	609 780	741 508
Ingående balans 2008-01-01	34 504	97 224	609 780	741 508
Internt utvecklade tillgångar	10 106	–	–	10 106
Årets valutakursdifferenser	–14	–12 501	–77 869	–90 384
Utgående balans 2008-12-31	44 596	84 723	531 911	661 230
Ackumulerade av- och nedskrivningar				
Ingående balans 2007-01-01	–1 035	–	–	–1 035
Årets avskrivningar	–4 334	–5 875	–	–10 209
Årets valutakursdifferenser	64	339	–	403
Utgående balans 2007-12-31	–5 305	–5 536	–	–10 841
Ingående balans 2008-01-01	–5 305	–5 536	–	–10 841
Årets avskrivningar	–8 102	–13 195	–	–21 297
Årets valutakursdifferenser	933	1 632	–	2 565
Utgående balans 2008-12-31	–12 474	–17 099	–	–29 573
Redovisade värden				
Per 2007-01-01	12 715	–	–	12 715
Per 2007-12-31	29 199	91 688	609 780	730 667
Per 2008-01-01	29 199	91 688	609 780	730 667
Per 2008-12-31	32 122	67 624	531 911	631 657

Avskrivningar för immateriella tillgångar ingår bland administrationskostnader. Alla immateriella tillgångar, utom Goodwill, skrivs av. För information om avskrivningsprinciper se not 1.

Förvärvet som gjordes 2007 av IMW Group bestod av två separata enheter, The Search Works som är verksam inom sökmotorsmarknadsföring och The Technology Works, en teknikleverantör för sökmotorsmarknadsföring.

Vid förvärvet allokades 773 735 TSEK till följande immateriella tillgångar:

Immateriell tillgång	Avskrivningstid
Kundrelationer	100 453 Sju år
Varumärken	3 344 Fem år
Teknikplattformar	17 396 Tre år
Utveckling	2 243 Tre år
Goodwill	650 299 Obestämbar livslängd

Värdet på Goodwill inkluderar förutom synergieffekter på en befintlig marknad, – Storbritannien, även värden uppskattade för framtida intäkter på övriga geografiska marknader där TradeDoublers bedriver verksamhet.

Värdet på Goodwill och immateriella tillgångar är baserat på både intäkter samt kostnader inom the Search Works samt Technology Works. I värdet på immateriella tillgångar och goodwill ingår kund och serviceorganisation, marknadsföring samt övriga upparbetade relationer tex myndighetsrelationer. I utvecklingskostnader ingår kostnader för teknikplattformar, mjukvara samt patent- och kontraktbaserade rättigheter. I marknads- och kundbaserade tillgångar ingår huvudsakligen varumärken, kundrelaterade avtal och värdet av kundrelationer.

Koncernen har per 31 december 2008 Goodwill relaterat till förvärvet av IMW Group om 531,9 TSEK. Denna Goodwill konsolideras från två operativa delar, TSW som står för 68,3 procent av värdet med två kassagenererade enheter – TSW UK samt TSW EU och TTW som står för 31,7 procent av ursprungligt värde och som innehåller teknisk rättigheter samt källkod till koncernens teknikplattform.

För värderingen av koncernens Goodwill används WACC baserad på marknadsräntor per bokslutsdagen, samt riskfri ränta motsvarande bedömning av högriskbolag. WACC i beräkningen per 31/12 uppgår till 11,84 procent.

För bedömning av framtida intäkter och tillväxt används såväl externa som interna antaganden. Interna antaganden om framtida tillväxt är lägre än de externa förväntningarna och för befintliga kunder inom search används 2 procent årlig tillväxt som genomsnitt. För tillväxten av verksamheten konsoliderat används en årlig genomsnittlig tillväxt om 11,2 procent inom prognosperioden. TradeDoublers prognosperiod sträcker sig till och med 2018 och omfattar 50 procent av totala beräknade värdet.

För värderingen av goodwill påverkas värdet om 87,7 MSEK vid en förändring av WACC om 1 procent enheter. Vid en förändring av befintliga kunders tillväxt påverkas värderingen med 2,2 MSEK vid en förändring av tillväxten med 1 procent enhet.

Koncernens Goodwill granskas internt regelbundet för att säkerställa att utfall ej avviker mot antagande samt för att säkerställa övriga parametrar i antaganden. Inga nedskrivningsbehov föreligger per bokslutsdagen eller för perioden fram till denna rapportens undertecknande.