

# **Företagsvärdering**

En studie av värderingen av privata aktiebolag

Casimir Tallqvist

Casimir Tallqvist

EXAMENSARBETE	
Arcada	
Utbildningsprogram:	Företagsekonomi
Identifikationsnummer:	9044
Författare:	Casimir Tallqvist
Arbetets namn:	Företagsvärdering, en studie av värdering av privata aktiebolag
Handledare (Arcada):	Andreas Stenius
Uppdragsgivare:	Hartwall Capital
<p>Sammandrag:</p> <p>Syftet med detta arbete är att jämföra tre värderingsmodeller och applicera dem på tre företag och få fram ett värde på företagen och ett aktievärde för uppdragsgivaren Hartwall Capital. Arbetet är en kvalitativ jämförande flerfallsstudie. För att avgränsa arbetet används räkenskapsperiod 2009 med en insyn på åren 2008 och 2010.</p> <p>Företagsvärdering är ett brett ämne och det finns många olika modeller för att värdera bolag, därför kommer arbetet att begränsas till tre modeller för att begränsa antalet modeller för värderingen; substansvärdering, kassaflödesvärdering och jämförande värdering. Ett privatägt bolag och ett börsnoterat bolag används för att jämföra resultaten med Hartwall Capitals resultat. Modellerna som valts för arbetet gav mycket växlande resultat. De två privata företagen hade enligt dessa tre modeller ett betydligt högre värde än det börsnoterade bolaget. Med värdet som räknats ut för Hartwall Capital kan man inse att dessa tre värderingsmodeller är mycket optimistiska.</p> <p>Värderingarna av det börsnoterade bolaget understöder detta för att börsnoterade företags värderingsresultat var högre än vad dess marknadsvärde på börsen anger. För att värdera bolaget och få ett realistiskt resultat krävs det att söka data från en längre tidsram än tre år.</p>	
Nyckelord:	Hartwall Capital, Företagsvärdering, kassaflödesvärdering, jämförande värdering, substansvärdering, privata aktiebolag
Sidantal:	28
Språk:	Svenska
Datum för godkännande:	

DEGREE THESIS	
Arcada	
Degree Programme:	International business
Identification number:	9044
Author:	Casimir Tallqvist
Title:	Corporate valuation, A valuation study of private limited companies
Supervisor (Arcada):	Andreas Stenius
Commissioned by:	Oy Hartwall Capital Ab
<p>Abstract:</p> <p>The purpose of this thesis is to compare the three valuation models and apply them to three similar companies and so obtain a value of a share for the principal Hartwall Capital. The work is a qualitative comparative multi-case study. To limit the project in the analysis will be based on the 2009 financial year with comparative insights from the years 2008 and 2010. Business valuation is a broad subject and there are a lot of different models used in valuating companies. The work will consist of three models to limit the number of valuation models; asset valuation, cash flow valuation and comparative valuation. A privately owned company and a listed company are used to compare the results with Hartwall Capital. The three models chosen for this thesis gave variation in the results. The two private companies had according to these models a significantly higher value than the listed company. With the value calculated for Hartwall Capital, one can see that these three valuation models are very optimistic. The valuation of the listed company supports the statement because the results were higher than its market value. In order to evaluate the company and get to a realistic result it is required to seek data from a longer time frame than three years.</p>	
Keywords:	Hartwall Capital, Company valuation, cash flow valuation, Comparing valuation, asset valuation, private limited company
Number of pages:	28
Language:	Swedish
Date of acceptance:	

## Innehåll

<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.2 SYFTE.....	1
1.3 PROBLEMHANTERING OCH AVGRÄNSNINGAR .....	2
<b>2. METODIK</b> .....	<b>3</b>
2.1 METOD FÖR DATAINSAMLING OCH ANALYS .....	3
<b>3. TEORI</b> .....	<b>5</b>
3.1 INTRODUKTION.....	5
3.2 DEFINITIONER .....	5
3.3 ALLMÄNT .....	6
3.4 SUBSTANSVÄRDERING .....	8
3.5 KASSAFLÖDESVÄRDERING .....	9
3.6 JÄMFÖRANDE VÄRDERING .....	11
<b>4. PRESENTATION AV OBJEKTEN</b> .....	<b>12</b>
4.1 HARTWALL CAPITAL .....	12
4.2 AHLSTRÖM CAPITAL.....	12
4.3 CAPMAN .....	13
<b>5. ANALYS</b> .....	<b>14</b>
5.1 INLEDNING.....	14
5.2 SUBSTANSVÄRDERING .....	14
5.3 KASSAFLÖDESVÄRDERING .....	16
5.4 JÄMFÖRANDE VÄRDERING .....	21
5.4 SAMMANFATTNING.....	24
<b>6. KÄLLFÖRTECKNING</b> .....	<b>27</b>

## Tabeller

Tabell 1 Substansvärderingens formel (Nilsson et al., 2002).....	8
Tabell 2 Kassaflödestillväxt modell baserat på FKFA (Nilsson et al., 2002).....	10
Tabell 3 Uträkning av FKFA (Nilsson et al., 2002) .....	10
Tabell 4 Uträkningar av substansvärdet för CapMan, Ahlström Capital och Hartwall Capital 2009.....	15
Tabell 5 Uträkning av FKFA för Hartwall Capital 2009 och 2010 (Nilsson et al., 2002).....	17
Tabell 6 Uträkning av FKFA för Ahlström Capital 2009 och 2010 .....	18
Tabell 8 Uträkning av värdet på en aktie med hjälp av kassaflödesvärderingen baserat på FKFA för CapMan, Ahlström Capital och Hartwall Capital år 2009 .....	20
Tabell 9 Uträkning av värdet på en aktie med hjälp av kassaflödesvärdering baserat på FKFA för CapMan, Ahlström Capital och Hartwall Capital med ett hypotetiskt avkastningsvärde på 10 % .....	21
Tabell 10 Uträkning av värdet på en aktie med jämförande värdering .....	22
Tabell 11 Uträkning av värdet på en aktie med jämförande värdering .....	22
Tabell 12 Uträkning av värdet på en aktie för Ahlström Capital och Hartwall Capital år 2009 med ett P/E värde som är ett medeltal av CapMan från åren 2002-2010 .....	23
Tabell 13 Uträkning av värdet på en aktie för Ahlström Capital och Hartwall Capital år 2010 med ett P/E värde som är ett medeltal av CapMan från åren 2002-2010 .....	23
Tabell 14 Översikt av resultaten enligt de olika värderingsmodellerna.....	25

# 1. INLEDNING

Detta arbete behandlar företagsvärdering och med hurdana modeller man kan nå fram till ett realistiskt resultat. Det är lättare att värdera publika börsnoterade bolag eftersom de är marknadsnoterade, det vill säga deras marknadspris finns utsatt på börsen. Arbetet kommer därför att behandla två privata aktiebolag och ett publikt börsnoterat aktiebolag för att jämföra företagens värden med varandra.

Uppdragsgivare för detta examensarbete är Hartwall Capital Ab.

Det finns tre grunder till arbetet. För det första är ämnet intressant och fastän det finns tidigare forskning angående ämnet har det inte gjorts ett arbete om de tre valda företagen. För det andra ger detta arbete mervärde för uppdragsgivaren och för det tredje ger detta arbete ett mervärde för bolagets ägare.

Eftersom arbetets tyngdpunkt ligger på det praktiska, med inslag av det teoretiska kommer arbetet att öka läsarens förståelse för de olika värderingsmodellerna som används i arbetet och hur de kan ge insikt i de valda bolagen.

Hartwall Capital är ett familjeföretag. Detta gör att företaget avviker sig företaget från vanliga aktiebolag (Astrachan et al., 2002). Ahlström Capital kommer att användas som jämförelseobjekt för att kunna se hur familjeföretag inom samma bransch avviker sig från varandra eller liknar varandra. Arbetet kommer inte att gå djupare in på värdering av familjeföretag.

## 1.2 Syfte

Syftet med arbetet är att jämföra olika värderingsmodeller och applicera dem på de tre valda bolagen för att kunna värdera Hartwall Capital.

### 1.3 Problemhantering och avgränsningar

Själva ämnet företagsvärdering är ett brett ämne och en av de största utmaningar är att hålla detta ämne tillräckligt koncentrerat. Eftersom det slutliga syftet med detta arbete är att få fram ett värde på ett privat bolag måste ämnet avgränsas.

Det finns flera olika sätt att värdera företag. Därför begränsar jag arbetet till tre olika värderingssätt. I teoridelen kommer jag först att allmänt diskutera företagsvärdering och sedan beskriva de tre modellerna; substansvärdering, kassaflödesvärdering och jämförande värdering.

Ramen för tidsperioden är räkenskapsåret 2009 men för att få en bättre insikt kommer jag att använda inslag från åren 2008 och 2010, detta för att kunna jämföra resultaten och för att se hur realistiska värden som uppstår 2009.

Jag kommer att geografiskt begränsa mitt arbete till Finland. Det är lättare att jämföra företag som idkar handel inom samma land eftersom lagstiftningen angående bokföring och skatter varierar i olika länder.

Som företagsform kommer jag att fokusera privata aktiebolag och börsnoterade aktiebolag. För att kunna jämföra Hartwall Capital med de andra bolagen är det viktigt att de idkar samma slags handel. Eftersom Hartwall Capital är ett holdingbolag har jag valt ett annat privat holdingbolag och ett börsnoterat holdingbolag för jämförelsedelen av arbetet.

Inga mjuka och emotionella värden kommer att beaktas i detta arbete.



## 2. METODIK

### 2.1 Metod för datainsamling och analys

Detta arbete är en kvalitativ jämförande flerfallstudie. Detta sätt att forska kan vara utmanande eftersom kvalitativ forskning kritiserats av positivistiska forskare. Detta betyder att man måste vara medveten om forskningens styrkor och svagheter (Yin, 2008). Huruvida man kan generalisera resultaten ur en kvalitativ forskning har också debatterats. Att använda sig av en viss systematik i arbetet har visat sig att ha en positiv påverkan på trovärdigheten (Eisenhardt, 1989). Robert Yin (2008) föreslog att forskare skulle använda sig av en förutbestämd forskningsmodell för att försäkra trovärdigheten i fallstudier. Eisenhardt (1989) föreslog att man skall använda sig av en åttastegs modell. Med denna modell får man mera disciplin i arbetet (Eisenhardt, 1989).

Det första steget i en fallstudie är att få fram en klar forskningsfråga. I detta fall lyder forsknings frågan: Vad är värdet på Hartwall Capital? I detta fall har jag även använt mig av stödfrågor för att analysera resultatet. Hur ser Hartwall Capital ut gentemot de två valda konkurrenterna? Är en av dessa modeller bäst?

Det andra steget är att välja fallen. Eftersom uppdragsgivaren Hartwall Capital är ett holdingbolag krävs det bolag som är inom samma bransch. Det vill säga företagen är icke-slumpmässigt valda. I detta fall valdes Ahlström Capital och CapMan. I denna fallstudie valdes tre värderingsmodeller som oftast används.

Det tredje steget är att göra upp instrument och protokoll. Eisenhardt (1989) föreslår att man skall arbeta i grupper för att försäkra objektivitet i fallet. Detta skede kommer inte att användas i detta arbete eftersom detta är ett individuellt arbete enligt läroinstitutionens normer. Inga intervjuer behövdes göra för detta arbete.

Det fjärde steget är att gå in i ämnet. Insamlingen av data och analysen skall gå på varandra (Eisenhardt, 1989). Detta steg har varit till stor nytta i detta arbete då jag samtidigt funderade på analysen då jag räknade fram resultaten av företagen med de tre olika modellerna.

I det femte steget analyserar man data. I detta fall var det analysering av resultaten som de olika modellerna angett. Varje modell analyserades skilt för de olika företagen för att sedan sammanfatta analysen. Detta sätt understöddes av Eisenhardt (1989). Enligt Eisenhardt (1989) är jämförelsen ett utmanande skede eftersom det ofta dras för snabba slutsatser.

Det sjätte steget är uppbyggande eller slipning av hypotesen. Det vill säga att gå tillbaka till syftet. På detta sätt försäkras det att arbetet håller samma röda tråd, vilket är mycket viktigt i uppbyggnaden av teori (Eisenhardt, 1989). I och med detta har jag sett till att det slutresultatet jag fått är överens med mitt syfte och mina stödfrågor.

Det sjunde steget är att granska liknande litteratur. Det gäller litteratur som inte överenskommer med resultatet och litteratur som understöder resultatet. Detta steg har jag inte använt mig av eftersom arbeten som behandlar dessa företag inte finns från tidigare. Med att använda sig av motsvarande litteratur ökar trovärdigheten på arbetet (Eisenhardt, 1989).

Det sista och åttonde steget är att nå slutresultatet och att nå de mål man lagt åt sig i början av studien. Detta steg kommer jag att nå då jag har analyserat mina objekt och nått slutsatser som är till nytta för min uppdragsgivare.

## 3. TEORI

### 3.1 Introduktion

Detta kapitel behandlar företagsvärdering och begreppet företagets värde. Denna del besvarar frågorna varför man bör värdera företag och när man bör värdera företag. Kapitel 3 kommer att behandla de tre modeller som appliceras på de tre valda företagen.

### 3.2 Definitioner

I denna del beskrivs viktiga termer och begrepp som underlättar läsandet av detta arbete.

**Privata företag:** Bolag som inte är noterade på någon börs (Nilsson et al., 2002).

**Publika företag:** Bolag som är marknadsnoterade (Nilsson et al., 2002).

**FKFA:** Fritt kassaflöde till ägarna. Det kassaflöde som finns kvar efter att utgifter, räntor, finansiella skyldigheter och nya investeringar betalats bort. Fritt kassaflöde innebär nödvändigtvis inte det kassaflöde som utbetalas i form av dividend till ägarna (Nilsson et al., 2002).

**Avkastningskrav:** Kalkylränta eller diskonteringsränta (Företagsvärdering 2008).

**P/E tal:** Price/Earnings, värderingsmetod. Företagets aktie i förhållandet till vinsten på en aktie (Nilsson et al., 2002).

**WACC:** Weighted Average Capital of cost, genomsnittlig kapitalkostnad. En ränta som aktieägare och långgivare förväntar sig från företaget (Nilsson et al., 2002).

### 3.3 Allmänt

När man talar om värdering är de vanligaste begreppen avkastningsvärde, substansvärde, likvidationsvärde, goodwill värde och kritiskt värde (Nilsson & Öhlin, 1972).

Avkastningsvärde innebär att man använder sig av de förväntade inbetalningarna eller avkastningarna. Substansvärdet behandlar skillnaderna mellan tillgångar och skulder.

Likvidationsvärde påminner lite om substansvärdet men likvidationsvärde beräknas vid företagets upplösning. Det kritiska värdet har endast betydelse från säljarens eller köparens synpunkt vilket inte är aktuellt i detta arbete. Detta arbete kommer inte att behandla likvidationsvärdering.

Det finns inte några speciella regler för företagsvärdering utan allt beror på från vilken vinkel man vill analysera bolagets värde, är man en eventuell köpare, säljare eller konkurrent (Hult, 1998).

Det är mycket viktigt att värdera ett företag. En orsak för värdering av ett företag kan vara för att lägga upp mål för budgeteringen. Med hjälp av värderingen får man ett bättre underlag för företagets finansiella mål. Företagsvärdering kan också användas inom företagspolitiken och ändringar inom ledningen. Den vanligaste orsaken för att värdera ett företag är för att få fram bolagets pris. Det ligger i köparens intresse att värdera objektet för att få ett så realistiskt värde på företaget för att undvika att betala överpris. Säljaren måste också värdera sitt företag för att ha material för eventuella förhandlingar och för att undvika att få för lite betalt. Det lönar sig dock att värdera sitt företag i ett tidigare skede så att man hinner göra ändringar i företaget som kan öka på dess värde (Hult, 1988). Man måste komma ihåg att det värde man räknat ut inte är ett absolut värde utan beror på alla olika faktorer som antingen höjer eller sänker värdet så som t.ex. ägare, konkurrenter eller myndigheter m.fl. Det värde som analyserna ger kommer antagligen inte att vara samma som det verkliga värdet (Hult, 1988).

Syftet med en företagsanalys är att se hur företaget ser ut efter ett eventuellt ägarskifte. Vid användningen av både avkastnings- och substansvärderingar måste man först noggrant gå igenom företagets starka och svaga sidor. Företagsanalysen kan ge insikt i dessa styrkor och svagheter (Nilsson & Öhlin, 1972). I företagsanalysen delar man upp materialet i två grupper. I den första gruppen är allmän information om företaget. Till den gruppen hör följande områden:

- Produkter
- Kunder, konkurrenter och marknaden
- Företagsledning
- Organisation och administration
- Utrustning och produktionsteknik

Till nyckeltalen hör:

- Tillväxttakt
- Lönsamhet
- Kapitalomloppshastighet
- Finansiell balans
- Finansiering

(Nilsson & Öhlin, 1972)

I följande kapitel kommer jag att presentera de tre modellerna jag valt i mitt arbete; substansvärdering, kassaflödesvärdering och jämförande värdering.

### 3.4 Substansvärdering

Substansvärdering används för att förstå företagets tillgångar och skulder. På detta sätt värderar man företagets substans. Nilsson et al.(2002) definierar substansvärdet som följande:

*“Substansvärdet är detsamma som värdet på investerat eget kapital I företaget, dvs. det sammanlagda marknadsvärdet på företagets tillgångar efter avdrag för marknadsvärdet på företagets skulder”*(Nilsson et al., 2002).

Då man talar om marknadsvärdet syftar man vanligtvis på försäljnings- eller återanskaffningsvärdet. Dessa två behöver inte vara samma eftersom det i försäljningsvärdet kan det uppstå andra faktorer som till exempel arvoden. Substansvärdet räknas utifrån balansräkningen. I vissa fall kan det krävas justeringar för att få det verkliga värdet på tillgångarna och skulderna p.g.a. att företagen oftast använder sig av försiktighetsprincipen (Nilsson et al., 2002).

I all sin enkelhet kan man utforma en modell för detta värderingssätt.

Tabell 1 Substansvärderingens formel (Nilsson et al., 2002)

+ Tillgångarnas värde
- Skuldernas värde
= Substansvärdet

### 3.5 Kassaflödesvärdering

Kassaflödesvärderingen, även kallad DCF-värderingen (Discount cashflow) använder man för att värdera ett företag utifrån deras framtida vinster som man beräknar till nuvärde (Företagsvärdering, 2008)

I kassaflödesbaserade modeller fokuserar man på kassaflödet som genereras till ägarna. De handlar bara inte om konkreta pengar utan alla likvida omsättningstillgångar som snabbt går att konvertera till kassan (Nilsson et al., 2002). Det finns tre huvudmoment då man uppskattar kassaflöde.

Uppskattning av innevarande vinst är ett av dem och då utgår man från företagets resultaträkning. Då man vill uppskatta aktievärdet använder man sig av nettoresultatet. Ifall det är företagsvärdet man vill uppskatta är det kassaflödet från rörelseresultatet efter skatt som beaktas. De två andra momenten är företagets investeringar i anläggningstillgångar och investeringar i rörelsekapital.

FKFA är en förkortning på fritt kassaflöde till aktieägarna. Det betyder att man har reducerat alla rörliga utgifter, räntor och amorteringar etc. Då får man det fria kassaflödet. Lättare sagt är det den maximala utdelningen ett företag kan ge åt sina ägare/ investerare (Nilsson et al., 2002). Det fria kassaflödet är inte alltid samma summa som utbetalas varje år, eftersom företaget strävar till att kunna betala ut dividender varje år och kan därför återhålla dividendutbetalning för att försäkra fortsatta årliga dividendutbetalningar.

Tabell 2 visar modellen för att räkna ut värdet på en aktie med hjälp av det fria kassaflödet till ägarna.

Tabell 2 Kassaflödestillväxt modell baserat på FKFA (Nilsson et al., 2002)

$Va = FKFA/re-g$	
Va	Aktiens värde idag
FKFA	Förväntat FKFA för nästa år
re	Aktieägarnas avkastningskrav
g	Årlig tillväxt i FKFA

För att använda sig av formeln måste man räkna ut FKFA. FKFA räknas ut på följande sätt.

Tabellen förklarar hur man räknar ut FKFA med hjälp av de tal man får ur resultaträkningen. Uträkning av FKFA utgår från företagets nettoresultat. Därefter adderas eller subtraheras de olika posterna från nettoresultatet.

Tabell 3 Uträkning av FKFA (Nilsson et al., 2002)

FKFA	2009
Nettoresultat	
Avskrivningar	+
Förändring av kundfordringar	-
Ökning av varulager	-
Ökning av kortfristiga övriga skulder	-
Ökning av leverantörsskulder	+
Ökning i uppskjuten skatt	+
Räntekostnad efter skatt	+
<b>Rörelsegenererat kassaflöde</b>	
Investering i materiella tillgångar	-
Investering i icke materiella tillgångar	-
Nettoökning övriga anläggningstillgångar	-
<b>Fritt kassaflöde till företaget</b>	
Ökning av långfristiga lån	+
Räntekostnad efter skatt	-
<b>Fritt kassaflöde till ägarna</b>	



### 3.6 Jämförande värdering

Då man använder sig av jämförande värdering beräknas företagets värde enligt marknadsvärdet på motsvarande företag. Man kan på så vis uppskatta företagets värde med att forska hur marknaden prissätter liknande företag. Värderingen utgår från användning av prismultiplar som i detta arbete kommer att vara P/E talet (se sid nr. 5). P/E-talet möjliggör jämförelse mellan motsvarande bolag på börserna (Nilsson et al., 2002).

För att kunna genomföra denna värderingsmetod krävs följande information:

- Ett jämförelseobjekt som t.ex. ett företag inom samma bransch
- En prismultipl, t.ex. P/E tal

Beräkning av det uppskattade värdet får man genom en generell formel

Uppskattat värde = Prismultipl \* Företagets jämförelsevariabel  
(Nilsson et al., 2002)

## 4. Presentation av objekten

### 4.1 Hartwall Capital

Hartwall Capital är ett finskt, familjeägt investeringsbolag. Hartwall Capital har en lång historia som började 1836, med företagsnamnet Hartwall, med att öppna en mineralvattenfabrik. Idag har Hartwall Capital investerat i bolag som Karelia-Upofloor, Stockmann, Konecranes och Cramo. Företaget har också investerat i bolag utomlands, som Polarica i Sverige och Inkerman i Ukraina. Hartwall Capital grundades 2003 men började aktivare söka investeringsbolag 2008 då bryggeriföretagen Heineken och Carlsberg köpte upp Scottish & Newcastle (i forts. S & N). Hartwall familjen som var de största ägarna i S & N började tänka på nya möjligheter inom investeringsvärlden. Hartwall Capital investerar i bolag som främst är inhemska med en potentiell möjlighet att utöka till Ryssland där Hartwall lyckades mycket bra under bryggeritiderna. De söker efter bolag med attraktivt värdepotential. Hartwall Capital erbjuder mervärde som ägare genom långsiktiga investeringar, aktivt ägarskap och en stor kunskap inom de finansiella och industriella områdena(Hartwall Capital, 2012).

### 4.2 Ahlström Capital

Ahlström Capital är ett privat investeringsbolag som i huvudsak investerar i industriella och teknologiska företag. Ahlström Capital är ett familjeföretag med 216 aktieägare. Ahlström Capital grundades 2001 då företaget A. Ahlström Oy separerades i tre självstyrande företag. Ahlström Capital grundades för att fortsätta sin framgångsrika historia inom investerings- och industribranschen.

Grunden till framgången inom Ahlström Capital är en 160 år gammal tradition av entreprenörskap inom familjen. Det första företaget grundades 1851 och bestod då av en såg, en liten pappersfabrik och några järnbruk. Från det har företaget stigit till en omsättning på närmare 700 miljoner.(Ahlström Capital, 2012)

### 4.3 CapMan

CapMan koncernen är ett förvaltningsföretag som fungerar i Norden och i Ryssland.

CapMans mission är att bygga upp framgångsrika affärsverksamheter, antingen som företag eller som fastigheter, och kunna påverka på ett positivt sätt till omgivningen. CapMan har som mål att bli Europas framgångsrikaste förvaltare tills år 2020. CapMan består av fyra investeringsområden: Buyout, Russia, Public market och Real Estate. Var och ett av dessa områden har ett eget specialiserat team. CapMan Capital Management grundades 1989 och deras första egna fond uppstod 1990. Idag förvaltar CapMan ett kapital som rör sig kring 3,1 miljarder euro. (CapMan, 2012)

## 5. Analys

### 5.1 Inledning

Året 2009 var en liten besvikelse för Ahlström Capital som tidigare haft betydligt bättre år resultatmässigt, samtidigt som Hartwall Capital hade en hög vinst och som fått sitt första bokslut ut sedan försäljningen av ölbryggeriet Scottish & Newcastle. CapMan däremot gjorde ett positivt resultat efter att under räkenskapsperioden 2008 gjort en 8 miljoner euros förlust. Fastän året inte var det bästa med tanke på ekonomin i hela världen lyckades alla tre göra positivt resultat. Med hjälp av de tre valda värderingsmodellerna har jag räknat ut resultat för de tre olika bolagen och jämfört bolagens resultat med varandra för att sedan få fram ett resultat för Hartwall Capital

### 5.2 Substansvärdering

Substansvärdet fluktuerade märkvärt mellan de tre olika företagen. Både Hartwall Capital och Ahlström Capital hade ett betydligt högre substansvärde än CapMan.

Vad som märkbart med analysen var att skillnaderna var så stora mellan familjeföretagen och CapMan. En av de större orsakerna varför skillnaderna var så stora berodde på att både Hartwall Capital och Ahlström Capital innehade betydligt större tillgångar än CapMan. Man kan dock konstatera att skulderna i proportion till tillgångarna i alla företag var relativt jämna. CapMan hade ett substansvärde per aktie på 0,92 euro medan Hartwall Capitals substansvärde per aktie var 529,88 euro. Ahlström Capital hade det högsta substansvärdet med ett substansvärde per aktie på 632,11 euro.

Vad som framgår ur Hartwall Capital och Ahlström Capital balansräkning är att de materiella tillgångarna är högre än CapMans materiella tillgångar. Både Hartwall Capital och Ahlström Capital har en stor andel kortfristiga skulder. Detta beror till en stor del på investeringar som båda företagen gjort. (Årsredovisning Hartwall Capital 2009 & Årsredovisning Ahlström Capital 2009)

Tabell 4 Uträkningar av substansvärdet för CapMan, Ahlström Capital och Hartwall Capital 2009

Substansvärde (i tusen euro)	CapMan	Ahlström Capital	Hartwall Capital
Långfristiga tillgångar	112 089	345 327	594 181
Kortfristiga tillgångar	29 942	129 205	94 767
<b>Tillgångar totalt</b>	<b>142 031</b>	<b>474 532</b>	<b>688 948</b>
Långfristiga skulder	44 740	82 462	325 426
Kortfristiga skulder	19 086	158 414	136 207
Minoritetsandelar	413	5 514	15 367
<b>Skulder totalt</b>	<b>64 239</b>	<b>246 390</b>	<b>476 997</b>
Substansvärde	77 792	228 142	211 951
<b>Substansvärde/aktie</b>	<b>0,92</b>	<b>632,11</b>	<b>529,88</b>

Skillnaderna i substansvärdet framgår tydligt då man räknar ut substansvärdet per aktie.

Skillnaden beror till en stor del på företagens aktieantal. Ahlström Capital har minst aktier med 360 919 stycken, medan Hartwall Capital har 400 000 aktier. CapMan har betydligt mycket mera aktier på marknaden. CapMan har ca.21 gånger mera aktier än vad de båda familjeföretagen har.

Ahlström Capital har det högsta substansvärdet både per aktie samt substansvärdet på eget kapital men de har också minst aktier i rörelse. Ahlström Capital har ett balansvärde på 228 142 000 euro. Hartwall Capital har nästan lika högt substansvärde per eget kapital, de har 211 951 561 euro, men de har lite mera aktier vilket gör att substansvärdet per aktie inte är lika högt som Ahlström Capital. Skillnaden på antalet aktier och substansvärde bevisas med att skulderna i jämförelse med tillgångarna är lägst hos CapMan med ca.45 % medan Ahlström Capitals jämförelse ligger på drygt 50 %. Hartwall Capital som tagit kapitallån av ägarna och kreditinstituten ligger på en jämförelse på knappt 70 %.

Att bara titta på substansvärdet kan snabbt ge ett fel intryck på företaget. Ett högt substansvärde behöver inte betyda att företaget är bättre än ett företag med lägre substansvärde. Att använda sig av substansvärdering som ett jämförelseobjekt över en längre tid kan vara mycket användbart. Företag strävar till att öka på tillgångarna och sänka på skulderna. Ifall substansvärderingens kurva är positiv år efter år vet man att företaget är på god väg. Också under en längre tid kan det uppstå undantags år då företagets substansvärde sjunker t.ex. om företaget för en ny investering som kräver nytt kapital eller om de behöver renovera eller bygga ut i sina fastigheter eller fabriker. Hartwall Capital är därför ett svårt objekt att analysera under en längre tidsperiod, eftersom de inte varit aktiva lika länge som CapMan och Ahlström Capital. Under den tiden som Hartwall Capital varit aktiva har deras substansvärde ökat mellan åren 2009 och 2011. Under samma tidsperspektiv har även CapMan ökat på sitt substansvärde. Även Ahlström Capital har ökat på sitt substansvärde under dessa år, de har emellertid lyckats med att öka på substansvärdet varje år till skillnad från de två andra som hade ett mellanår i sin ökning.

### **5.3 Kassaflödesvärdering**

Ett positivt kassaflöde är otroligt viktigt för företag för att kunna bygga upp sin verksamhet och för att göra nya investeringar men samtidigt för att hålla verksamheten vid liv. I denna undersökning har jag räknat ut både det fria kassaflödet till företaget samt det fria kassaflödet till ägarna. Ur en ägares synvinkel intressantare att veta det fria kassaflödet till ägarna. Ifall man funderar på att investera i ett bolag är det skäl att se på det fria kassaflödet till företaget. Det är ändå företaget som måste generera kapital för att kunna dela ut det till ägarna. Både Hartwall Capital och CapMan hade ett negativt kassaflöde både till företaget och till ägarna. Ahlström Capital hade ett negativt kassaflöde till företaget men med hjälp av främmande finansiering hade de ett positivt kassaflöde till ägarna. Hartwall Capitals negativa kassaflöde beror till en stor del på att företaget är nytt och det har investerats en stor mängd kapital under året. Dessa investeringar har till en stor del finansierats av kapitallån av ägarna samt från långfristiga banklån.

Tabell 5 Uträkning av FKFA för Hartwall Capital 2009 och 2010 (Nilsson et al., 2002)

<b>Hartwall Capital (i tusen euro)</b>	2009	2010
Nettoresultat	17 873	1 018
Avskrivningar (+)	25 400	10 586
Förändring av kundfordringar (-)	9 993	3 023
Ökning av varulager (-)	391 603	5 733
Ökning av kortfristiga övriga skulder (-)	-282 649	-95 039
Ökning av leverantörsskulder (+)	4 248	3 296
Ökning i uppskjuten skatt (+)	3 559	-410
Räntekostnad efter skatt (+)	0	0
<b>Rörelsegenererat kassaflöde</b>	<b>101 745</b>	<b>112 239</b>
Investering i materiella tillgångar (-)	75 111	129
Investering i icke materiella tillgångar (-)	4 284	1 142
Nettoökning övriga anläggningstillgångar (-)	182 695	116 471
<b>Fritt kassaflöde till företaget</b>	<b>-160 695</b>	<b>-5 503</b>
Ökning av långfristiga lån (+)	146 210	111 729
Räntekostnad efter skatt (-)	0	0
<b>Fritt kassaflöde till ägarna</b>	<b>-14 135</b>	<b>106 226</b>

Som tabellen visar har Hartwall Capital minskat avsevärt på de kortfristiga övriga skulderna men har också ökat på omsättningstillgångarna vilket leder till att det rörelsegenererade kassaflödet förblir positivt. Däremot har Hartwall Capital investerat en stor del kapital, vilket baserar sig på det nya kapitalet företaget fått från försäljningen av Scottish & Newcastle.

Ahlström Capital gjorde ett positivt kassaflöde år 2009. En stor investering på 66 miljoner euro gjordes och i och med det var det ett negativt kassaflöde till företaget. Denna investering har till en stor del finansierats av banklån vilket gör att Ahlström Capitals fria kassaflöde till ägarna förblir positivt. År 2008 hade företaget ett fritt kassaflöde till ägarna som var ca 44 miljoner euro. Detta ledde även till hög avkastning för ägarna. År 2010 gjorde Ahlström Capital ett positivt kassaflöde, ca 8 miljoner euro till ägarna.

Tabell 6 Uträkning av FKFA för Ahlström Capital 2009 och 2010

<b>Ahlström Capital (i tusen euro)</b>	2009	2010
Nettoresultat	7 042	6 269
Avskrivningar (+)	14 126	21 545
Förändring av kundfordringar (-)	37 411	17 756
Ökning av varulager (-)	30 858	22 846
Ökning av kortfristiga övriga skulder (-)	37 775	1 743
Ökning av leverantörsskulder (+)	33 421	21 339
Ökning i uppskjuten skatt (+)	3 742	1 963
Räntekostnad efter skatt (+)		840
<b>Rörelsegenererat kassaflöde</b>	<b>27 837</b>	<b>9 611</b>
Investering i materiella tillgångar (-)	66 398	3 859
Investering i icke materiella tillgångar (-)	4 498	1 316
Nettoökning övriga anläggningstillgångar (-)	-3 097	-3 301
<b>Fritt kassaflöde till företaget</b>	<b>-39 962</b>	<b>7 737</b>
Ökning av långfristiga lån (+)	57 319	1 128
Räntekostnad efter skatt (-)		840
<b>Fritt kassaflöde till ägarna</b>	<b>17 357</b>	<b>8 025</b>

Som tabellen visar har investeringarna hos Ahlström Capital minskat år 2010 från år 2009 vilket direkt resulterar till ett positivt kassaflöde såväl det fria kassaflödet till företaget som det fria kassaflödet till ägarna.

Orsaken till att CapMan gjorde ett negativt kassaflöde beror på att de betalat bort en del skulder och på deras resultat 138 000 euro. Man kan anta att CapMan som gjorde en förlust år 2008 och med ett negativt kassaflöde till företaget, har räknat med att recessionen kommer att ta i sig och på grund av de positiva kassaflödena från tidigare år har de kunnat betala bort av sina skulder. Antagande av en recession ser man ett tecken på följande år (2010) då företaget ökade sin vinst med över 17 miljoner euro från år 2009.



Tabell 7 Uträkning av FKFA för CapMan 2009 och 2010

CapMan (i tusen euro)	2009	2010
Nettoresultat	138	17 556
Avskrivningar (+)	957	884
Förändring av kundfordringar (-)	-848	-520
Ökning av varulager (-)	-	-
Ökning av kortfristiga övriga skulder (-)	-1 285	-326
Ökning av leverantörsskulder (+)	-186	-7
Ökning i uppskjuten skatt (+)	393	769
Räntekostnad efter skatt (+)	- 5 393	4 788
<b>Rörelsegenererat kassaflöde</b>	<b>-1 958</b>	<b>15 260</b>
Investering i materiella tillgångar (-)	75	-236
Investering i icke materiella tillgångar (-)	399	-548
Nettoökning övriga anläggningstillgångar (-)	14 983	6 970
<b>Fritt kassaflöde till företaget</b>	<b>-17 415</b>	<b>9 074</b>
Ökning av långfristiga lån (+)	7 731	-4 960
Räntekostnad efter skatt (-)	5393	4 788
<b>Fritt kassaflöde till ägarna</b>	<b>- 4 291</b>	<b>8 902</b>

Då FKFA är uträknat kan man räkna ut ett värde på en aktie. Värdet på en aktie varierade mycket mellan företagen. Detta beror till en stor del på den dåliga marknadssituationen år 2009. Uträkningen av avkastningsgraden med hjälp av WACC formels gav ett resultat på 2,5 % för CapMan, 3,98 % för Ahlström Capital respektive 5,5 % för Hartwall Capital.

Skillnaderna i avkastningsgraderna ser inte märkvärdiga ut men då man anpassar dem till kassaflödesvärderings formel blir det betydliga skillnader. Ett stort problem med denna formel är att få fram en årlig tillväxt för fritt kapital till aktieägarna. Ett stort problem berodde på både CapMans och Hartwall Capitals negativa resultat år 2009 och Hartwall Capitals korta historia. Dessa orsaker gjorde det omöjligt att få en procentuell realistisk ökning av FKFA.

Därför använde jag mig av dåvarande inflation från årets slut som då låg på 2 % (Tilastokeskus, 2012).

Resultaten för ett värde på en(1) aktie i CapMan uträknat med denna modell och med hjälp av deras årsredovisning är 23,13 euro. Detta resultat är mycket högre än vad deras värde är på Helsingfors börs.

Vid årets slut 2009 var en(1) aktie värd 1,34 euro. Detta ger redan ett antydande att denna värderingsformel inte är ett bra alternativ för värderingen av dessa tre företag.

Detta argument understöddes ytterligare då man räknade fram aktiens värde på de två familjeföretagen. Ahlström Capitals värde på en aktie var 1 122,98 euro medan Hartwall Capitals aktie var värd 7 587,57 euro. Orsaken till Hartwall Capitals höga värde på aktien beror, som tidigare poängterats, på företagets ålder och en stor insats av nytt kapital. P.g.a. Hartwall Capitals positiva kassaflöde blir även värdet enligt kassaflödesvärderingen hög.

**Tabell 7 Uträkning av värdet på en aktie med hjälp av kassaflödesvärderingen baserat på FKFA för CapMan, Ahlström Capital och Hartwall Capital år 2009**

Kassaflödesvärdering	CapMan	Ahlström Capital	Hartwall Capital
FKFA/aktie (€)	0,11	22,23	265,57
Re	2,50 %	3,98 %	5,50 %
G	2,00 %	2,00 %	2,00 %
<b>Va</b>	<b>21,13</b>	<b>1 122,98</b>	<b>7 587,57</b>

Resultatet av värderingen med avkastningsprocenten uträknat med WACC formeln ger ett överpris på CapMan. Med att pröva sig fram kan man konstatera att då avkastningsgraden är 10 % är värdet på en aktie hos CapMan nästa lika då marknadsvärdet är 1,34 euro. Då avkastningskravet är 10 % blir värdet på en aktie för CapMan 1,32 euro som är endast 2 cent mindre än vad CapMans börsvärde är. I och med detta kan man tänka sig att resultatet är mera realistiskt med en avkastningsgrad på 10 %. Med denna avkastningsgrad är Ahlström Capital värderat till 277,94 euro och Hartwall Capital värderat till 3 319,56 euro. Detta bevisar att beroende ägarnas avkastningskrav skiljer sig också värderingen på företagen.

**Tabell 8 Uträkning av värdet på en aktie med hjälp av kassaflödesvärdering baserat på FKFA för CapMan, Ahlström Capital och Hartwall Capital med ett hypotetiskt avkastningsvärde på 10 %**

Kassaflödesvärdering	CapMan	Ahlström Capital	Hartwall Capital
FKFA/aktie (€)	0,11	22,23	265,57
Re	10,00 %	10,00 %	10,00 %
G	2,00 %	2,00 %	2,00 %
<b>Va</b>	<b>1,32</b>	<b>277,94</b>	<b>3 319,56</b>

Värdering av bolag enligt kassaflödesvärderingen har två viktiga faktorer som direkt påverkar resultatet. Den ena är kassaflöde till ägarna (FKFA) och den andra är avkastningskravet. Oberoende av avkastningskrav anser jag att resultaten för Hartwall Capital inte är realistiska. Denna modell borde anpassas på företag med mycket jämnare resultat. Det föreföll också tydligt att en värderingsmodell som kassaflödesvärdering kräver data från en längre tidsperiod. Som redan konstaterats finns det inte tillgång till information från en längre tidsperiod för Hartwall Capital som grundades 2008, och kan därför inte analyseras.

## 5.4 Jämförande värdering

Med hjälp av den jämförande värderingen får vi veta hur aktiens värde för de två privata bolagen förhåller sig till det börsnoterade CapMan. CapMan avslutade på Helsingfors börs år 2009 på 1,34 euro. Med CapMans vinst från 2009 som var 138 000 euro och 0,0016€/aktie kan vi räkna fram ett P/E tal. Med hjälp av jämförelsetalet uträknas värdet på en aktie. Enligt denna värderingsmetod blir värdet för Ahlström Capitals aktie 17 068,94 euro och värdet på Hartwall Capitals aktie 36 556,02 euro. Vinsten inverkar på P/E-talet, eftersom de privatägda företagens värde på en aktie orealistiskt högt. Då CapMan gjorde en vinst på 138 000 euro gentemot Ahlström Capitals vinst på ca.7,5 miljoner euro och Hartwall Capitals vinst på ca.17,9 miljoner euro ser man direkt att det uppstår skillnader i resultatet.

**Tabell 9 Uträkning av värdet på en aktie med jämförande värdering**

Jämförande värdering 2009	Vinst/aktie (€)	Aktiens värde (€)	P/E-tal
CapMan	0,0016	1,34	818,13
Ahlström Capital	20,86	17 068,94	
Hartwall Capital	44,68	36 556,02	

Orsaken varför denna värdering ger en fel bild framkommer ur följande års resultat. CapMan förbättrade sitt resultat märkbart till ca.17,5 miljoner euro medan de två andra företagen sänkte sina resultat. Ahlström Capital sänkte sitt resultat till ca.6,3 miljoner och Hartwall Capital till 1 miljon. P.g.a. denna sänkning hos de två familjeföretagen och den enorma ökningen i resultatet av CapMan blir aktiernas värde mycket annorlunda än året tidigare. CapMans aktievärde steg också till 1,78 euro per aktie. Detta leder till att P/E-talet blir mycket mindre än tidigare år och p.g.a. att de andra företagens resultat var betydligt mycket sämre får man följande resultat; Ahlström Capitals värde på en aktie är 148,38 euro och Hartwall Capitals värde på en aktie är 21,74 euro.

**Tabell 10 Uträkning av värdet på en aktie med jämförande värdering**

Jämförande värdering 2010	Vinst/aktie(€)	Aktiens värde(€)	P/E-tal
CapMan	0,21	1,78	8,54
Ahlström Capital	17,37	148,38	
Hartwall Capital	2,55	21,74	

För att P/E talen varierade så mycket gav den jämförande värderingen inte ett realistiskt resultat.

Därför använde jag mig av ett längre perspektiv än de två åren. De använda P/E talet kommer från CapMans vinst per aktie och kursens slut. Därför använde jag mig av ett medeltal för CapMan för åren 2002 till 2010. Medeltalet på kursens slut under åren 2002-2010 är 2,16 euro och medeltalet på vinsten per aktie för CapMan under åren 2002-2010 är 0,09 euro. På detta sätt fås ett P/E tal som är mycket mer realistiskt än P/E talet från 2009 som var 818 . I de två tabellerna nedan uträknas de nya värdena på Ahlström Capital och Hartwall Capital för åren 2009 och 2010 med CapMans resultat i medeltal.

**Tabell 11 Uträkning av värdet på en aktie för Ahlström Capital och Hartwall Capital år 2009 med ett P/E värde som är ett medeltal av CapMan från åren 2002-2010**

Jämförande värdering 2009	Vinst/aktie(€)	Aktiens värde(€)	P/E-tal
CapMan	0,09	2,16	24,16
Ahlström Capital	20,86	504,01	
Hartwall Capital	44,68	1 079,42	

**Tabell 12 Uträkning av värdet på en aktie för Ahlström Capital och Hartwall Capital år 2010 med ett P/E värde som är ett medeltal av CapMan från åren 2002-2010**

Jämförande värdering 2010	Vinst/aktie(€)	Aktiens värde(€)	P/E-tal
CapMan	0,09	2,16	24,16
Ahlström Capital	17,37	419,61	
Hartwall Capital	2,55	61,48	

Då man använder medeltalet får man ett mycket olikt resultat än då man jämförde värdet på en aktie var för de två privata aktiebolagen med att bara använda år 2009. Ahlström Capital, som hade en jämnare vinst per aktie än Hartwall Capital, hade ett aktievärde år 2009 på 504,01 euro och 419,61 euro per aktie år 2010. Fastän vinsten per aktie endast hade ca 3 euros skillnad var skillnaden på värdet av en aktie nästan 85 euro. På grund av att Hartwall Capitals vinst var betydligt mycket lägre år 2010 gentemot år 2009 är resultatet också betydligt mycket mindre. För att få ett realistiskt resultat för Hartwall Capital borde man räkna ut ett medeltal inom samma tidsram som för CapMan. Detta går inte eftersom Hartwall Capital inte har årsredovisningar för samma tidsperiod.

Jämförande värdering med P/E-tal är mycket bunden till vinsten som bolagen genererar och eftersom Hartwall Capitals vinst sjönk avsevärt kan inte resultatet anses som realistiskt.

Denna modell borde användas som ett medeltal för en längre tidsperiod för att kunna se hur företagets vinst brukar vara under normala år.

## 5.4 Sammanfattning

Att värdera ett företag baserat på endast en modell kan icke rekommenderas.

Årsredovisningen som sådan ger inte heller en insikt i hur det har gått för företaget och hur mycket ett företags värde kunde vara. Alla dessa tre modeller har sina för- och nackdelar.

Substansvärderingen ger en bra översikt över hur det går för företaget och med ett positivt resultat har företaget en bra kontroll över sina tillgångar och skulder. Själva uträkningen av substansvärdet ger mera insyn av företaget då man tydligt ser vilka tillgångar och skulder företaget har. Nackdelen med denna värdering är då substansvärdet på en aktie inte säger något då man jämför olika objekt, eftersom aktiernas antal ofta är olika i företagen. Det som framgick i analysen är att de privata bolagen hade ett betydligt högre substansvärde än det börsnoterade bolaget.

Kassaflödesvärderingen är den värdering av dessa tre som ger bäst insikt i företaget.

Värderingsmetoden ger svar på varifrån kapitalet kommer och vad kapitalet används till.

Oberoende av vilken avkastningsprocent som användes gav denna värdering inte ett realistiskt svar för Hartwall Capital. Resultatet var inte realistiskt för Hartwall Capital eftersom företaget var så nytt. Tidsfristen är alltså en viktig faktor i att få ett trovärdigt resultat med den här metoden. Det kräver att bolaget skall ha varit verksamt i många år och att det inte nyligen kommit in stora mängder nytt kapital, så som i Hartwall Capitals fall.

Den jämförande värderingen med hjälp av P/E talet är ett snabbt sätt att se hur företagen ser ut jämfört med liknande bolag på börsen. Resultaten visar att det inte lönar sig att jämföra företagen med en tidsfrist på ett år. Denna värderingsmetod kräver att man använder sig av en längre tidsperiod, jag rekommenderar åtminstone en tidsperiod på 5 år. Desto längre tidsperiod desto mera realistiskt bli det jämförande talet. Värdet blev avsevärt realistiskt då det jämförande P/E talet gjordes som ett medeltal av en längre tidsperiod. Tidsperioden är mycket viktigt för att kunna få ett realistiskt resultat.

Det som kan konstateras då man räknar ut ett medeltal av dessa tre modellens svar och exkluderar de mest orealistiska resultaten blir värdet på en aktie för Hartwall Capital 1 642,95 euro. I medeltal har kassaflödesvärderingen med avkastningsgraden uträknat med WACC formeln och den jämförande värderingen med P/E talet från 2009 tolkats som de mest orealistiska resultaten. Ahlström Capitals värde på en aktie är 471,35 euro och CapMans värde är 1,47 euro per aktie. Eftersom CapMans verkliga värde är 1,34 euro per aktie justeras resultaten av Ahlström Capital och Hartwall Capital för att motsvara värdet av CapMan.

Tabell 13 Översikt av resultaten enligt de olika värderingsmodellerna

Värdet på en aktie 2009	Ahlström Capital	Hartwall Capital	CapMan
Substansvärdet	632,11	529,88	0,92
Kassaflödesvärdering med avkastningsgrad uträknat med WACC	1 122,98	7 587,57	21,13
kassaflödesvärdering med avkastningskrav på 10 %	277,94	3 319,56	1,32
Jämförande värdering med P/E tal från 2009	17 068,94	36 556,02	1,34
Jämförande värdering med ett medeltal av P/E från 2002-2010	504,01	1 079,42	2,16
Medeltal av resultaten	471,35	1 642,95	1,47
Justerat medeltal av resultaten	429,67	1 497,66	1,34

Att räkna ut ett värde på en aktie för Hartwall Capital med hjälp av dessa tre metoder och sedan jämföra med ett börsnoterat och ett privat företag gav mycket från varandra olika resultat. Det man kan konstatera är att skillnaderna mellan Ahlström Capital och Hartwall Capital inte är alltför stora. Skillnaderna till det börsnoterade bolaget var däremot stora. Att använda sig av endast dessa tre metoder för att räkna ut värdet på Hartwall Capital går inte.

Slutsatsen är att med dessa tre metoder kan man inte få ut ett riktigt realistiskt värde på företaget men med hjälp av jämförelserna till de två andra företagen kan man se var Hartwall Capital ungefär står i jämförelse med motsvarande företag inom branschen. För att kunna få fram ett realistiskt värde krävs det en längre tidsram.



## 6. Källförteckning

Ahlström Capital.fi

Tillgänglig: [www.ahlstromcapital.fi](http://www.ahlstromcapital.fi) Hämtad:4:9,2012

Astrachan, J., Klein, S., & Smyrnios, K., 2002, *The F-pec Scale of Family Influence: A proposal for solving the family business definition problem*. Family Business Review, 45-58.

CapMan.fi

Tillgänglig: [www.Capman.fi](http://www.Capman.fi), Hämtad:4:9,2012

Eisenhardt, K., 1989, *Building theories from case study research*. Academy of management review, s. 532-550

Företagsvärdering.org 2008

Tillgänglig: [www.foretagsvardering.org](http://www.foretagsvardering.org), Hämtad:8.3.2012

Hartwall Capital.fi

Tillgänglig: [www.hartwallcapital.fi](http://www.hartwallcapital.fi), Hämtad:4:9,2012

Hult, Magnus, 1979, *Värdering av företag*, 3 uppl. Malmö, Liber, s. 206

Kauppalehti.fi

Tillgänglig: [www.kauppalehti.fi](http://www.kauppalehti.fi), Hämtad:22:3.2012

Nilsson, Åke & Öhlin, Lars 1973 *Företagsvärdering: Teori med praktikfall*, 3 uppl., Lund, Hermods-Studentlitteratur, s. 116

Nilsson, H. & Isaksson, A. & Martikainen, T., 2002, *Företagsvärdering med fundamental analys*, 1 uppl., Lund, Studentlitteratur AB, s. 419

Tilastokeskus.fi

Tillgänglig: [www.tilastokeskus.fi](http://www.tilastokeskus.fi), Hämtad:22:3.2012

Yin, Robert, 1994, *Case study research: Design and methods*, 2 uppl, vol. 5, London, SAGE publications Ltd.

Årsredovisning Ahlström Capital 2007

Årsredovisning Ahlström Capital 2008

Årsredovisning Ahlström Capital 2009

Årsredovisning Ahlström Capital 2010

Årsredovisning Ahlström Capital 2011

Årsredovisning Cap Man 2002

Årsredovisning Cap Man 2003

Årsredovisning Cap Man 2004

Årsredovisning Cap Man 2005

Årsredovisning Cap Man 2006

Årsredovisning Cap Man 2007

Årsredovisning Cap Man 2008

Årsredovisning Cap Man 2009

Årsredovisning Cap Man 2010

Årsredovisning Hartwall Capital 2008

Årsredovisning Hartwall Capital 2009

Årsredovisning Hartwall Capital 2010

Årsredovisning Hartwall Capital 2011