



JÖNKÖPING INTERNATIONAL BUSINESS SCHOOL
JÖNKÖPING UNIVERSITY

Företagsvärdering

Kandidatuppsats i Företagsekonomi
Externredovisning och Företagsanalys
Författare: Christine Johansson & Ulrika Caldana
Handledare: Hossein Pashang
Jönköping april 2010

Förord

Vi har under hösten 2009 arbetat med vår kandidatuppsats om företagsvärdering. Det har varit mycket intressant framförallt för att vi har använt vår kunskap i ett område som var helt nytt för oss. Denna studie har hjälpt oss att se teorin ur ett verklighetsperspektiv och våra kunskaper har genom denna studie utvecklats till en högre nivå.

Vi vill tacka vår handledare Hossein Pashang för att han alltid har funnits till hands och för att han är en ovärderlig vägvisare.

Ett stort tack också till våra respondenter som delat med sig av sina kunskaper och erfarenheter. Detta har varit av stor betydelse för få kunna genomföra vår studie. Vi blev förvånade och glatt överraskade över hur många hjälpsamma och engagerade människor det finns.

Slutligen – ett hjärtligt tack till er alla.

Christine Johansson

Ulrika Caldana

Sammanfattning

Denna studie kan ses som en introduktion till ämnet företagsvärdering då vi presenterar en förenklad sammanfattning av hur en värdering går till. Syftet med denna studie är att presentera teori och praktik inom företagsvärdering. Vi vill undersöka om den teoretiska läran inom ämnet följer praktiken. För att kunna genomföra denna undersökning har vi intervjuat personer som i sin yrkesroll sysslar med värdering av företag och gjort en studie av Swedbanks årsredovisningar.

Ett av problemen är att i teorin är det enkelt att sätta ett värde på företag medan i praktiken finns det inget standardföretag utan verkligheten består av många unika företag och därmed många unika värderingsfall.

I litteraturen presenteras teorier som ger stöd till studiens problematik men i vår kvalitativa undersökning så ges inte alltid en möjlighet att koppla teori med empiri.

Insamlade data består av primärdata som är insamlade vid intervjuer med företagsvärderare och sekundärdata som erhållits genom faktalitteratur.

Vår empiri bygger på intervjuer av olika företagsvärderare. De intervjufrågor vi har ställt är utformade för att få fram hur en värdering går till i praktiken, genom frågorna får vi ut en enkel beskrivning av värderarens arbetsgång, samt deras synpunkter om värderingsmodellerna. En del av vår empiri bygger på en analys av Swedbank baserad på årsredovisningar.

Undersökningens analys och slutsats kommer att visa skillnaden mellan praktik och teori. I praktiken är det vanligt att värderingen utförs genom en trestegsmodell som inleds med en analys som ger en djupare kunskap om företaget och branschen den verkar i, följd av en prognos som försöker förutspå den ekonomiska framtiden och som till sist ger en värdering genom en vald modell som grundas på nuvärdesberäkning.

Abstract

The purpose of this research is to examine and demonstrate how business valuation work both in theory and practice.

With this initial position we needed to examine if the practical side followed the theory side of business valuation. We examine the subject through interviews with professional business valuers. The thesis is only an introduction to the subject and could be used as a simplification and a summary.

In theory it is easy to put a value on a business but in practice there is no such thing as a standard business. The real world contains many different companies and each and everyone is different from each other. This applies to business valuation as well.

The literature contains theories that give support to the purpose of the thesis but our qualitative research does not always correlate practice to theory.

The facts collected consist of both primary data such as interviews with professional valuers and secondary data collected from literature in this subject.

Our empiric is based on interviews with professional valuers. The purpose of the questions asked is to understand how to put a value on a business in practice, how the work proceed and to get an idea about the valuers opinion about the different valuation models. Another part of our empiric is an analyse of Swedbank based on their annual reports.

The analyse and the conclusion will demonstrate the difference between theory and practice. In practice the valuation can be done with a three step model. The model initial with a analyse that gives a deeper knowledge of the company and the field where it operate followed by a prognoses that will forecast the economic future of the company. Finally this leads on to a valuation through one of the models picked by a calculation made into present value.

Innehållsföreteckning

1. Bakgrund	1
1.1 Problembakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	1
1.3 Uppställning av frågor	3
1.4 Syfte	3
1.5 Avgränsningar	4
1.6 Disposition	5
2. Metod	6
2.1 Undersökningens avsikt	6
2.2 Undersökningens utformning	6
2.3 Undersökningens ansats	7
2.4 Datainsamlingsmetod	7
2.5 Källkritik	7
3. Teori	8
3.1 Värderingsprocessen	8
3.2 Begreppet fundamental analys	9
3.2.1 Strategisk analys	10
3.2.1.1 Branschanalys	11
3.2.1.2 Konkurrensanalys	13
3.2.1.3 STEP-analys	14
3.2.2 Redovisningsanalys	14
3.2.2.1 Fel i redovisning	16
3.2.2.2 Redovisningsanalys med nyckeltal	18
3.2.3 Finansiell analys	20
3.2.4 Prognoser (proformas)	24
3.3 Värdering	25
3.3.1 Avkastningsvärdering	26
3.3.1.1 Avkastningsvärdering baserad på rörelsens kassaflöde	26
3.3.1.1.2 Kalkylränta	30
3.3.1.2 Avkastningsvärdering baserad på utdelningsbara medel	31
3.3.1.3 Avkastningsvärdering baserad på bedömd uthållig vinst	32
3.3.1.4 Enhanced DCF (eDCF)	32
3.3.2 Substansvärdering	33
3.3.3 Residualvinstvärdering	34
3.3.4 Relativvärdering – Multipelvärdering	35
3.4 Due diligence	36
4. Empiri	39
4.1 Inledning	39
4.2 Analys av modeller	40
4.3 Swedbank	41
4.3.1 Nyckeltalsanalys	41
4.3.2 Avkastningsvärdering	41
4.3.3 Substansvärdering	42
4.3.4 Relativ värdering	42

4.4 Intervjudel.....	44
4.4.1 Presentation av våra respondenter samt företag	44
4.4.2 Swedbank Corporate Finance.....	44
4.4.3 Censor AB	44
4.4.4 Avantus.....	44
4.4.5 Länia	45
4.4.6 Svensk Företagsförmedling	45
5. Analys.....	46
5.1 Fundamental analys av Swedbank 2008	46
5.2 Kassaflödesanalys.....	52
5.3 Värderingsmodeller	53
5.3.1 Relativ värdering.....	53
5.3.2 Substansvärdeметoden	54
5.3.3 Avkastningsvärdering.....	55
5.4 Intervju.....	56
5.4.1 Fundamental analys och Due diligence i praktiken	56
5.4.2 Värderingsmodeller som används i praktiken	56
5.4.3 Fördelar och nackdelar med värderingsmodeller.....	57
5.4.4 Inför en värdering	57
5.4.5 Svårigheter med värdering.....	57
5.4.6 Objektivitet	58
5.5 Subjektivitet.....	58
6. Slutsats	59
6.1 Hur går en företagsvärdering till?.....	59
- Används fundamental analys i praktiken?	59
- Vilka värderingsmodeller används?.....	59
6.2 Var ligger svårigheterna med en företagsvärdering?	59
6.3 Vidareforskning.....	60

1. Bakgrund

I detta kapitel beskriver vi studiens bakgrund, uppbyggnad, problem och syfte. Vi tar även upp avgränsningar.

1.1 Problembakgrund

”Det är inte allt som kan räknas som räknas och inte allt som räknas som kan räknas.

Albert Einstein 1879-1955”

Värde är ett subjektivt begrepp. Beroende på utgångspunkt och målsättning varierar värdet för var och en av oss. När det gäller företagsvärde förväntas att ”objektiviteten” betonas och att värdet presenteras kalkylmässigt. Det finns ett antal kalkyleringsmodeller och tillvägagångssätt att använda för att företagsvärderingen ska betraktas objektivt.

Företagsvärdering innebär att omvandla antaganden och prognoser till ett värde. Värdet kan framställas i relation med en viss tidpunkt eller i samband med ett prognostiserat utfall. Värdet kan också framställas genom jämförande av till exempel nyckeltal mellan olika företag. Faktorer som ingår i en värderingsmodell har stor betydelse för hur värdet framställas och hur intressenter tolkar företagsvärde. Hur värderar man ett företag? Vilka teorier, faktorer och metoder används i praktiken, och varför anses vissa modeller framställa värdet mer rättvisande?

1.2 Problemdiskussion

Anledningen till att företag värderas är att det uppstår situationer som kräver en opartisk värdering av utomstående. Det kan till exempel handla om samgående, kapitalplacering, övertagande, börsintroduktioner, arv eller gåva, och kreditgivning. Det kan också handla om att utvärdera och analysera företagets strategi. (Sevenius, 2003)

För att göra en företagsvärdering krävs en lång arbetsprocess, denna process tar upp flera olika aspekter som vi under vår studiegång tagit del av. Denna uppsamling av mått och modeller som ingår i en företagsvärdering vill vi visa med denna studie.

För att få svar på våra frågor har vi valt att intervjua företagsvärderare som är verksamma inom olika företag i Sverige. Genom denna studie tar vi del av hur värderare går till väga för att komma fram till det rätta värdet av objektet.

Litteraturen beskriver olika tekniker och modeller som är lämpliga att använda vid olika situationer av företagsvärderingar. Dessa bygger på teoretiska grunder och frågan är hur dessa modeller relateras till verkliga situationer eller i praktiken. Följer värderarna dessa teoretiska grunder eller arbetar de efter egen modell? Teorierna utgår från samma grunder men har olika kritiska synpunkter på teknikerna. Delar värderare i praktiken samma synpunkter om dessa teorier? Vad är kriterierna för vilken metod som ska användas?

Vad finns det för svårigheter med att göra en objektiv bedömning? Värderingen har ett syfte och sätter man fel värde så får det konsekvenser. Det finns risker med en företagsvärdering.

Tre exempel på problem som kan försvåra företagsvärdering:

- Resultaträkningen som används i företagsvärderingen ger ingen helhetsbild av värdet. Har ett företag gjort stora investeringar nyligen så visar det lägre vinst och ingen komplett bild av företagets aktivitet under året.
- Immateriella tillgångar kan variera och reflekteras inte i resultaträkningen.
- Värderingen försvåras av subjektivitet. Värdering av tillgångar enligt IAS 16 eller IAS 36 leder till olika nyckeltal. Det är viktigt att analysera vilken paragraf företaget redovisar enligt eftersom resultatet varierar beroende på modell.

I företagsvärdering ska man skilja på marknadsvärde och bokfört värde. Marknadsvärde är i detta sammanhang något som har analyserats och räknats fram, det bokförda värdet/priset är alltså bara en del av den överenskommelse som finns mellan säljare och köpare. Ett företags

marknadsvärde (här tolkat som verkligt värde) består av många olika delar. Några exempel på detta är till exempel:

- Synergieffekter som kan finnas mellan köparföretag och säljarföretag och ger fördelar genom samordning av kompletterande företag.
- Kontrolleffekter som medföljer genom förvärv av aktieposter.
- Transaktionseffekter så som redovisning och skatteeffekter.
- Residualeffekter som inte alltid är kvantifierbara utan finns i de taktiska och psykologiska fördelar som transaktionen innebär.

(Sevenius, 2003)

Dessa effekter utgör skillnaden på bokfört värde och verkligt värde (som grund för anskaffningsvärde). Det förekommer svårigheter med att identifiera faktorer som påverkar värde skillnader mellan bokförda värde och verkliga värde.

Hur komplicerad värderingsprocessen än är och hur många aspekter det än finns att ta hänsyn till så måste värderaren komma fram till ett slutligt värde. Varje företagsvärde är unikt och kan inte jämföras med andra.

1.3 Uppställning av frågor

Som nämndes i problemdiskussionen är det val av modell och faktorer som skall ingå i modell som påverkar framställning av företagsvärde. Vi adresserar följande frågor.

- Hur går en företagsvärdering till?
- Vilka värderingsmodeller finns det att tillgå?
- Vilka värderingsmodeller används i praktiken?
- Vad är nackdelar/fördelar av olika värderingsmodeller?
- Var i ligger svårigheterna med en företagsvärdering?

1.4 Syfte

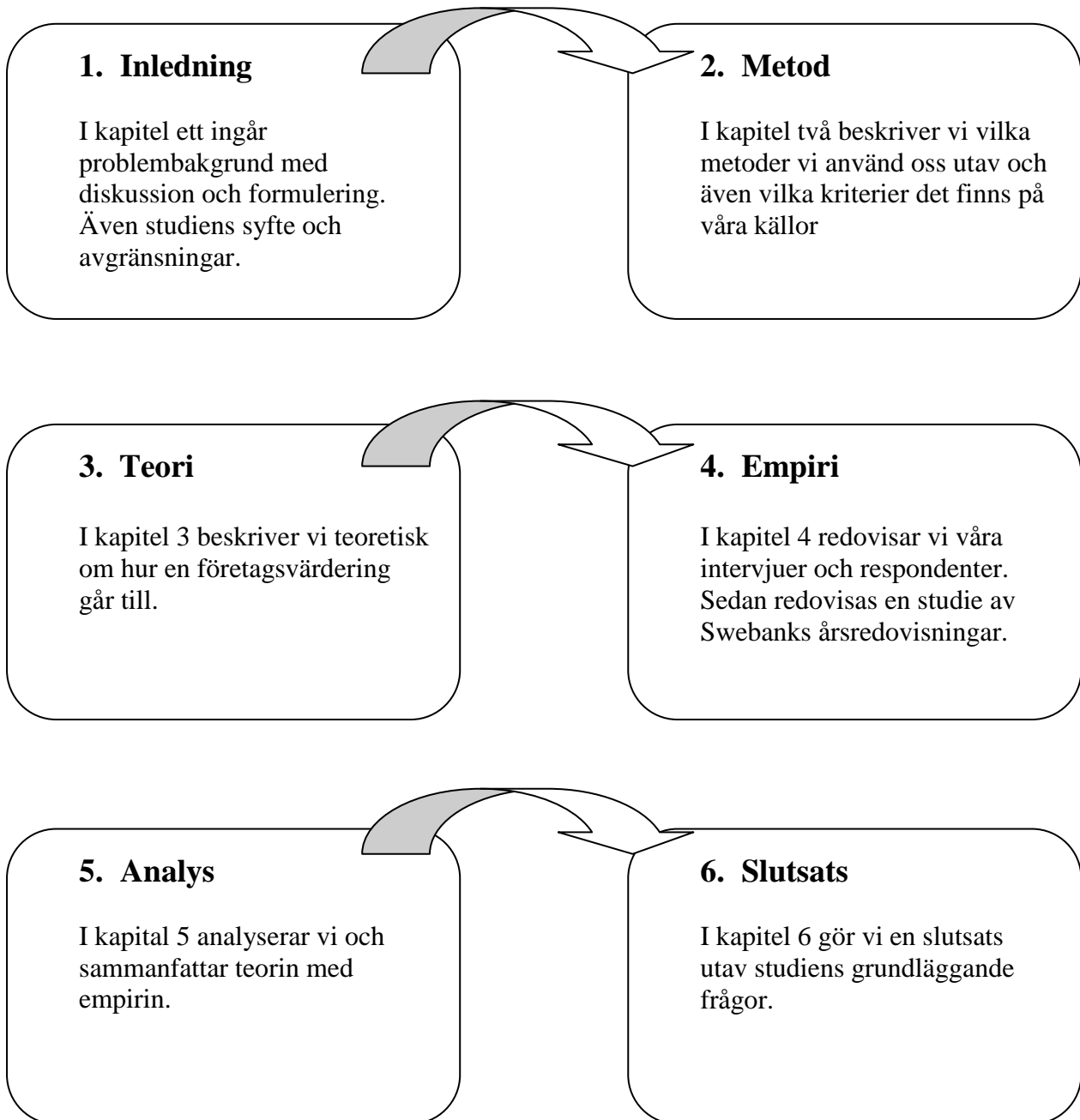
Huvudsyfte med denna studie är att förstå hur en företagsvärdering går till både teoretiskt och praktiskt. Ett delsyfte är att belysa faktorer som ingår i modeller och som i sin tur påverkar val

av modell i framställning av företagsvärde. Ett annat delsyfte är att bedöma, beskriva och problematisera kvalitet av de modeller som tillämpas praktiskt.

1.5 Avgränsningar

I vår studie har vi fokuserat på modeller som är baserat på redovisningsdata (fundamental analys) och som är användbara i praktiken. Våra avgränsningar består av att vi inte tar upp skatteeffekter samt vi inte tar upp modeller som baserat på aktiepris rörelse.

1.6 Disposition



Källa: Egen bearbetning Backman, 1998

2. Metod

I detta kapitel beskriver vi vilka metoder vi använt oss av när vi arbetat med vår studie.

2.1 Undersökningens avsikt

Fundamental analys används till för att fastställa värdet på ett företag eller en aktie med hjälp av redovisningsdata och information om företagets miljö och företagets strategi. Information om kvalitet av redovisning är speciell viktig vid fundamental analys, då man ser till företagets nuvarande och förväntad vinst. (Sevenius, 2003)

I denna studie är avsikten både av deskriptiv och av explorativ karaktär. Vi använder oss av den deskriptiva karaktären då vi hämtat fakta från litteratur till vår teoridel. Avsikten är att vara beskrivande och på ett förenklat sätt förklara hur de olika delarna i den fundamentala analysen är kopplade till varandra. Den del i studien som är utav explorativ karaktär är den del som redogör för fakta och företagsvärdering i praktiken genom de intervjuer som vi har gjort med professionella företagsvärderare och genom studien av Swedbanks årsredovisningar. Avsikten är att vara utforskande, då vi inte har den grundläggande kunskapen om hur värdering går till i teori och i praktik. (Svenska Akademiens ordlista, 2006)

2.2 Undersökningens utformning

Vi har utformat vår studie genom att först leta information om det aktuella ämnet. Aktuella informationen om ämnet samlades genom studie av litteratur och presenterades i teoridelen. Vi även kontrollerat om utsagor om praktiken överstämmer med de modeller som vi presenterade teoretiskt.

Modellernas praktiska validitet belystes ett steg vidare genom intervjuer med experter som genomför företagsvärdering.

Vi komplementerade vår undersökning genom att studera Swedbanks årsredovisningar. Målet med detta var att beskriva om ett börsnoterat företags årsredovisning presterar information om

värderingssyfte och förvärv. Som vi diskuterade i föregående avsnitt är företagsvärderingens huvudsyfte förvärv.

2.3 Undersökningens ansats

Vår studie bygger på en kombination av kvantitativ och kvalitativ metod då den innehåller siffror, modeller och skriftliga formuleringar. Vi har intervjuat värderare för att få svar på studiens frågeställningar. De frågor som vi har ställt och svaren som vi fått under intervjuerna har analyserats är kvalitativa delen av vår empiri.

2.4 Datainsamlingsmetod

Egenskaper som är relaterat till det empiriska materialet har betydelse för framställning av resultat. Metodböcker skiljer mellan primärdata och sekundärdata just för att betona hur resultat kan påverkas av datasamlingsmetoden (Bäckman). Primärdata består av material från exempelvis intervjuer, observationer enkätundersökningar. Primärdata som intervju är lämplig för att beskriva praktikens betydelse. Varför vissa värderingsmodeller tillämpas oftare och varför några modeller inte tillämpas alls! Sådana frågor kan besvaras med hjälp av intervjuer.

Sekundärdata är all information som är tillgänglig och sökbar för allmänheten.

För att få ökad trovärdigheten av studie har vi valt att använda både primärdata och sekundärdata. Primärdata har vi fått genom intervjuer från våra respondenter. Respondenterna är individer som har erfarenhet om företagsvärdering.

2.5 Källkritik

Begreppet objektivitet i samband med företagsvärdering kan kritiseras. Det finns för många olika modeller för hur företag skall värderas och det finns för många olika synpunkter om hur värdet är framställt rättvist. Vi har studerat både svensk och internationell litteratur men det visade sig att modellerna har samma struktur i både den svenska och internationella litteraturen. Den internationella litteraturen har många exempel företag och många utgår från den multinationella aspekten. Vi har inte tagit hänsyn till forskarnas synpunkter när det gäller användbarheten av modeller utan redovisat faktorer och egenskaper av varje modell som formar den teoretiska delen av studien. När det gäller användbarhet lägger vi istället fokus på respondenternas synpunkter.

3. Teori

I vår teoridel kommer vi att beskriva de olika faserna i den fundamentala analysen. Den består av i korthet två stora delar; analys och värdering. Vi presenterar de olika analyserna och de vanligaste värderingsmodellerna. Ibland anpassas värderingen av företag till speciella omständigheter men vi presenterar endast grunderna i den fundamentala analysen. Vi beskriver därefter kort Due diligence som av praktikerna benämns som kvittot på att analysen & värderingen var korrekt.

3.1 Värderingsprocessen

Fundamental analys kombinerat med en viss värderingsmodell är en process som leder till ett numerisk resultat. Resultatet bedöms vara en utgångspunkt för företagets värde. Enligt Nilsson (2002) är det resultatet av värderingsprocessen som baseras på fundamental analys som leder till det slutliga priset för företaget.

Magnus Hult (2003) beskriver att vid värdering av företag går värderingenprocessen igenom flera faser. Analysfas, prognosfas och beräkningsmodell och detta är i korthet den fundamentala analysen. I analysfasen ingår strategisk analys, redovisningsanalys och finansiell analys. I dessa analyser vill man få fram företagets historiska utveckling som hämtats från bolagets resultat och balansräkningar. I analysen vill man även få med en jämförelseundersökning mot företag i samma bransch och en bild branschens och samhällets utveckling.

Informationen som framställs genom analyserna används till prognosfasen. Det sista steget i processen är beräkningsmodellen eller värderingsmodellen där företagets värde beräknas av olika framtidsvisioner och där även företagets framtida utveckling förutspås.

(Magnus Hult, 2003)

3.2 Begreppet fundamental analys

Enligt Nilsson m.fl. (2002) är fundamental analys ett samlingsbegrepp som syftar till att bestämma det fundamentala värdet på en aktie med hjälp av allmän tillgänglig information. Med fundamental analys är det möjligt att värdera både privata och börsnoterade bolag eftersom den baseras på bland annat årsredovisningar och delårsrapporter.

Den fundamentala analysen kan delas in i följande huvudmoment:

Strategisk analys

Redovisningsanalys

Finansiell analys

Därefter utformas prognoser som inträffar om vissa givna förutsättningar gäller och därpå leder information fram till en värdering. Vid värdering väljer man en eller flera värderingsmodeller som med hjälp av informationen om företaget ska leda fram till ett värde.

Analysen av den strategiska delen används för att hitta de faktorer som påverkar företagets vinst och framgångsfaktorer. Den används också till att hitta de risker som verksamheten har. I analysen undersöks också vilka strategier som finns eller som kommer att finnas i framtiden. Analysen innefattar även andra konkurrenters situationer.

Analysen av redovisningen används till att kontrollera om företaget har mätt och rapporterat de ekonomiska följderna som företagets verksamhet ger under en viss period. Syftet med redovisningsanalysen är att kontrollera hur väl företagets redovisning är gjord.

Analysen av den finansiella delen används för att förmedla företagets historiska utveckling och koppla den till eventuell framtid. Den ska vara systematisk och effektiv. Med detta menas att välja rätt nyckeltal och att de inte är för många.

Prognoserna skall sammanfatta de tre analyserna till så kallade proformas. Det är prognostiserade resultat och balansräkningar. Varje företag är unikt och man får utifrån de förutsättningar som finns skapa unika modeller för vart och ett företag som ska värderas.

Värdering av företaget är det sista steget. Ett värde beräknas utifrån en eller flera modeller, och ger en framtidsbedömning av företaget.

Det finns flera olika värderingsmodeller och dessa kan delas upp i olika grupper. De modeller som anpassar sig för beräkning av olika framtidssyner brukar benämnas förväntansteorier och grundar sig i investeringsteorin. I denna grupp tillhör bland annat kassaflödesmetoden och nuvärdesberäkningar. De modeller som inte grundar sig i investeringsteorin är bland annat substansvärdering. (Hult, 2003)

3.2.1 Strategisk analys

Strategisk analys betraktas som den viktigaste delen i den fundamentala analysen eftersom den inte får bygga på orealistiska antaganden utan skall bygga på realistiska värderingar.

Vinstdrivare och riskfaktorer hjälper bedömaren att förstå om företaget har möjlighet att behålla sin nuvarande lönsamhet och eventuellt ha en framtida tillväxt. Om man överstiger kostnader för det kapital man förfogar över så har man uppnått lönsamhet.

Det gäller att hitta de faktorer som är företagets vinstdrivare och motsatsvis de faktorer som är förenade med risker för företaget. För att göra detta så använder man i huvudsak branschanalys och konkurrensanalys. (Nilsson m.fl. 2002)

Vinstdrivare och riskfaktorer är i regel när det gäller strategisk analys en subjektiv skattning. (Persson m.fl. 2001)

Oavsett hur stort företaget är så är följande frågeställningar huvudpunkter för att få fram en strategisk analys av företaget:

- Företagets historik och nuvarande verksamhet.
- Organisation och ledning.
- Personalpolitik.
- Faktiska och potentiella produkter. Produktionsprocesser.
- FoU.
- Investeringsbehov.
- Faktiska och potentiella marknader.

- Bransch- och konkurrensanalys.
- Legala aspekter och avtal.
- Samhällsekonomisk utveckling och politisk miljö.

En strategisk analys är kvalitativ och beskrivande men den slutgiltiga analysen skall vara kvantitativ. (Nilsson m.fl. 2002)

3.2.1.1 Branschanalys

För att kunna bedöma företagets framtid så måste man se till den bransch som företaget verkar i. Branschanalysen syftar till att hitta vinstdrivare och riskfaktorer inom branschen. För att kunna göra detta så krävs branschkunskap och det är vanligt att de som utför dessa har en mera djupgående kunskap om de specifika branscherna. Lönsamheten inom olika branscher förefaller skilja sig på ett systematiskt sätt sinsemellan.

Nilsson m.fl. (2002) framhäver Porter. (1980 Free press Competitive Strategy). Enligt Porter så påverkas branschen av fem faktorer:

1. Graden av konkurrens mellan de företag som finns inom branschen.
2. Hot från nya aktörer i branschen
3. Hot från ersättningsprodukter
4. Kundernas förhandlingsstyrka
5. Säljarnas förhandlingsstyrka

Teoretiskt förklarar Porter att vinsten är en funktion av det högsta pris som kunderna är villiga att betala och priset bestäms av om det förekommer konkurrens i branschen mellan företagen. Högre grad av konkurrens innebär lägre vinst och därmed lägre lönsamhet.

Konkurrens inom vissa branscher är ibland hård och så kallad prisdumpning förekommer men det finns också branscher där man lägger sina priser på en nivå som överensstämmer med konkurrenterna. Exempel så dessa är bensinbolag.

Vissa branscher har som helhet en hög tillväxttakt och det innebär att man inte behöver ta marknadsandelar från konkurrenter. För andra branscher är situationen den omvända.

Branschen krymper och då är enda möjligheten till tillväxt att ta marknadsandelar från konkurrenter. (Porter 1980).

En del branscher karaktäriseras av några få stora aktörer som i stort sett samverkar. Ett exempel på detta är teleoperatörer. Om situationen är omvänd med många små så är det troligare att man ser mer individuell prissättning. Lyckas man med att göra sina produkter annorlunda på en för övrigt likriktad marknad så är det troligare att man tar vinstandelar på marknaden. En bransch dras inte med överlönsamhet någon längre period för det innebär att nya företag etablerar sig och det i sin tur innebär högre konkurrens och lägre lönsamhet. Viss forskning stöder teorin om att det finns ett samband mellan dessa faktorer.

Om det är en bransch som kännetecknas av hög lönsamhet samtidigt som hindren för att ta sig in på marknaden är få så är det troligt att många försöker.

Tre faktorer avgör hur stor kostnaden är för att nyetablera sig i en bransch.

- stordriftsfördelar
- fördelen med tidig etablering
- juridiska hinder

Om det innebär stordriftsfördelar i en bransch tvingar det till större investeringar och högre kostnader. En tidigare etablering ger fördelar i förhandlingen med leverantörer och i positioneringen med konkurrenter. Många större kedjor föredrar hellre etablerade märken än okända. Rättigheter och patent ger också upphov till högre kostnader. Det är till för att skydda produkterna men i vissa branscher kan det krävas licenser vilket försvårar.

Med ersättningsprodukter menas inte bara produkter som ersätter varandra utan också de som kompletterar varandra. Det kan begränsa den eventuella vinsten genom att den stoppar originalprodukten från att ha ett högre pris än ersättningsprodukten.

Kunden påverkar branschen på två sätt, genom sin priskänslighet och genom sin förhandlingsstyrka. Kunden är mera priskänslig om det handlar om standardiserade produkter och mindre om man är beroende av att få fram en slutprodukt av kvalitet. Kundens förhandlingsstyrka är hög om priset för att byta en leverantör är låg. Kunden har hög förhandlingsstyrka om marknaden består av många små likartade leverantörer och få stora leverantörer. Leverantörens förhandlingsstyrka är precis samma sak som kundernas

förhandlingsstyrka. Mäktiga leverantörer kan höja priset. Är dessutom komponenten viktig för kunden så ökar makten ytterligare för leverantören. (Porter 1980).

3.2.1.2 Konkurrensanalys

Enligt Porter (1980) ser man i branschanalysen vilken strategi som företaget har använt för att bli lönsam i branschen.(Nilsson m.fl. 2002)

Det finns tre strategier för att skapa konkurrensfördelar gentemot andra företag i branschen.

- kostnadsöverlägsenhet
- differentiering
- fokusering

Kostnadsöverlägsenhet innebär att man har gjort stora insatser för att företaget skall vara kostnadseffektivt. På så sätt skall man ha möjlighet att erbjuda ett lägre pris än konkurrenterna.

Differentiering innebär att företaget erbjuder en produkt som är efterfrågad på marknaden men som övriga konkurrenter inte har. Differentiering kräver ofta stora satsningar på FoU, humankapital och marknadsföring. Inom företaget måste kreativitet och innovationer främjas. För att företaget skall lyckas krävs att den tjänst eller produkt identifieras som marknaden saknar och är villig att betala för. Företaget måste vara berett att möta kundens efterfråga på ett unikt sätt. Kostnaden för differentieringen måste vara lägre än konkurrenternas men priset skall anpassas till vad kunden är beredd att betala.

Fokusering innebär att till skillnad från de andra konkurrensstrategierna rikta in sig på en särskild målgrupp som exempelvis en kundgrupp eller ett geografiskt område till skillnad från en hel bransch. Fokusering innebär att man inom denna särskilda målgrupp vill antingen uppnå kostnadsöverlägsenhet eller differentiering.(Nilsson m.fl. 2002)

3.2.1.3 STEP-analys

Bransch- och konkurrensanalys ser till företagets relation till mikromiljön. Det vill säga närmiljön. Vill man så kan man se till ett större perspektiv och analysera var företaget befinner sig i den så kallade makromiljön.

Ett hjälpmedel för att göra detta är att använda sig av den så kallade STEP-analysen.

STEP-analysen bryter ner omvärlden i fyra mindre delar, sociokulturella, teknologiska, ekonomiska och politiska. Olika institut runt om i världen gör dessa och ett exempel är CIA.

(www.cia.gov/cia/publications/factbook/)(Nilsson m.fl. 2002)

3.2.2 Redovisningsanalys

I en redovisningsanalys försöker man att se om företagets externa rapportering verkligen motsvarar den faktiska prestationen. Den interna rapporteringen används i ett senare skede, efter den fundamentala analysen, i den så kallade due diligence.

Man kan i externredovisning välja mellan olika redovisningsprinciper och skattningar och därför är det viktigt att identifiera bokföringsmässiga värden från verkliga värden.

Redovisningsanalysen granskar resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys.(Nilsson m.fl. 2002)

Periodiserad redovisning

Det redovisade resultatet, skillnaden mellan företagets intäkter och kostnader, under en viss tidsperiod är det viktigaste måttet på prestationen. Det visar inte bara de faktiska in och utbetalningarna utan också de förväntade.

Några av de viktigaste begreppen som ingår i den periodiserade redovisningen är:

Tillgångar

Tre kriterier ska uppfyllas för att en tillgång tas upp i balansräkningen. Den ska vara en ekonomisk resurs som ägs eller kontrolleras av företaget. Resursen förväntas vara till nytta för företaget. Resursen ska uppkomma genom en transaktion eller händelse. En kritisk faktor för fundamental analys är att undersöka hur förbrukning (avskrivningar) and avyttringar av tillgångar redovisas.

Skulder

Tre kriterier ska uppfyllas för att en skuld registreras i balansräkningen. Den innebära en skyldighet för företaget att lämna ifrån sig eller upplåta en resurs till en eller flera utomstående parter. Företaget kan inte undvika förpliktelsen. Skulden har uppkommit som följd av en transaktion eller händelse.

Man skiljer på långfristiga och kortfristiga skulder. Genom att bara studera årsredovisningar kan det vara svårt att skilja dem åt. I n fundamental analys har bland annat granskning av posten reserver stor betydelse för utfallet av företagsvärdering.

Intäkter

Intäktsredovisningen styrs av relationsprincipen.

Två kriterier ska uppfyllas för att en intäkt tas med i resultaträkningen. Företaget ska ha levererat kunden hela eller större delen av en produkt eller en tjänst. Kunden har betalat eller ska inom en snar framtid betala för produkten eller tjänsten. Osäkerheten kring kundfordringar är problematisk för företagsvärdering. Volymen av kreditförsäljning ökar risken för intäkter och en sådan risk bör påverka kalkylmodellerna som tillämpas för företagsvärdering.

Kostnader

Kostnadsredovisningen styrs av två principer. Matchnings- och försiktighetsprincipen.

Matchningsprincipen innebär att ett företags prestationer endast kan mätas genom ”matchade” intäkter och kostnader som tas upp under samma period. Försiktighetsprincipen innebär att ett företags tillgångar eller intäkter värderas till det lägsta av möjliga värden och att skulder eller kostnader värderas till det högsta av möjliga värden. Försiktighetsprincipen innebär också att intäkter registreras så sent som möjligt och kostnader så tidigt som möjligt.

Tre kriterier ska uppfyllas för att en kostnad tas med i resultaträkningen. Kostnaden, utgiften uppstår vid en förbrukning av resurs. Utgiften är kopplad till periodens intäkter genom matchningsprincipen. Förändringen är genom försiktighetsprincipen en förändring av tillgångars värde.(Nilsson m.fl. 2002)

3.2.2.1 Fel i redovisning

Inom företaget är det ledningen som har den största kunskapen om företaget men lagstiftningen sätter regler för hur dessa kunskaper ska redovisas. Flera av värderingsmodellerna utgår från företagets vinst när det gäller att sätta ett värde. Detta är en anledning till granskning av företagets redovisning av värderarna.

Omarbetade redovisningsdata gör att externa användare måste granska redovisningen noggrant för att hitta var den handlingsfriheten finns som lagstiftningen tillåter.

Ett sådant exempel är valet av avskrivningsmetod. Om två likvärdiga företag väljer olika metod så har de betydelse för vinsten. Resultatet blir olika beroende på om en tillgång skrivs av linjärt, progressivt eller degressivt. Ett annat exempel är värdering av varulager där svenska och utländska bolag kan ha olika värderingsprinciper som FIFO och LIFO. Ett exempel på detta är om ett svenskt koncernbolag har dotterbolag utomlands kan de använda sig av båda metoderna i sin koncernredovisning. (Nilsson m.fl. 2002)

Tre faktorer som kan påverka kvalitén i redovisningen är stela redovisningsregler, felaktiga prognoser och ledningens val av redovisningsprinciper. Med fel menas att företagets årsredovisning inte överensstämmer med den ekonomiska verkliga ställningen.

Stela redovisningsregler tvingar ibland företag att göra värderingar som inte överensstämmer med verkligheten som till exempel FIFO-metoden. Ett annat exempel på värderingsskillnader är att i Sverige kan företaget själva bestämma om kostnader för forskning och utveckling ska kostnadsföras eller kapitaliseras medan IFRS i andra länder tvingar företag att kostnadsföra direkt. Ett annat fel som kan uppstå är ”prognosfel”. I ett redovisningssystem som är baserat på periodiseringsregler så tvingas företagen uppskatta framtida prognoser. Det kan ibland vara svårt att prognostisera om en kund inte kommer att kunna betala en faktura för varor som är sålda på kredit. Fel kan även uppstå när ledningen tvingas göra justeringar i företagets redovisning så att den skall uppfylla utomstående behov. Där finns en intressekonflikt mellan att låta finansanalytiker och konkurrenter ta del av samma information, banker som kräver en viss grad av soliditet vid utlåning av pengar till företag, bonussystem som bygger på vinster i företaget och planerade börsintroduktioner.

Redovisningsanalysen är uppdelad i olika steg:

Identifiering av redovisningsprinciper

Används för att identifiera och utvärdera de principer som i olika värderingssituationer redovisar för faktorer som påverkar vinsten. Ett exempel på detta är hur man kostnadsför FoU.

Uppskattning av flexibilitet i redovisningen

Grundprincipen är att företag har begränsad möjlighet att välja mellan olika redovisningsprinciper och skattningar men i verkligheten finns det utrymme för att göra justeringar. Ett exempel är avskrivningsmetoder där man har möjlighet att välja. Särskilt goodwill kan handskas med stor handlingsfrihet.

Utvärdering av företagets redovisningsstrategi

Eftersom det finns stor handlingsfrihet för redovisningen så kan företag välja mellan att dölja eller presentera den ekonomiska ställningen. För att ta reda på vilken situationen är så undersöks om företaget använder sig av samma redovisningsprinciper som andra företag verksamma i branschen och om så inte är fallet undersöks varför. Det finns anledning att analysera ägarsituationen och bonussystemen för att kontrollera om de är kopplade till det redovisade resultatet.

Utvärdering av kompletterande information

Det finns anledning att titta även på den kompletterande informationen som årsredovisningen ger eftersom lagen och normgivningsorganen endast fastställer den lägsta nivån på information som publiceras i årsredovisningen. Den ska ge tillräcklig information om strategi, redovisningsprinciper, redovisat resultat, olika verksamhetssegment om sådana finns och sist men inte minst information om dåliga nyheter.

Identifiering av varningssignaler

Dessa varningssignaler är viktiga att upptäcka:

- Förändringar i företagets redovisning som inte förklaras kan bero på att företaget försöker dölja ett ännu sämre resultat.

- Enstaka transaktioner som ökar vinsten betydligt och som inte finns förklarade i årsredovisningen.
- En onormal ökning av kundfodringar som kan bero på att företaget försöker öka sin vinst kortsiktigt genom att ändra betalningsvillkoren för kunderna.
- En onormal ökning av företagets varulager i förhållande till ökad omsättning av färdiga produkter som kan bero på att företaget har planer på att i framtiden sänka sina priser och skriva ner värdet på lagret.
- Stora nedskrivningar av värdet på företagets tillgångar som kan bero på att företagets kvalitet på redovisningen har varit dålig och man har inte kunnat prognostisera förändringar på företagets tillgångar.

Jämförelsestörande poster

Vissa poster är faktiskt sådana att de inte speglar en rättvis bild av den ekonomiska situationen i företaget. Det är vanligt att justering krävs för dessa poster. Några exempel är kostnader för avveckling av del i rörelse, resultat från avvecklad rörelse, engångseffekter av ändrade redovisningsprinciper, skadestånd eller andra ersättningar på grund av slutförda processer avsedda för tidigare år, ändringar i uppskattningar, bedömningar och reserveringar, rättelser av fel gjorda i tidigare årsredovisningar och stora realisationsvinster och realisationsförluster. (Nilsson m.fl. 2002)

3.2.2.2 Redovisningsanalys med nyckeltal

Nyckeltal är mått på tal som det finns intresse för. De ska numeriskt beskriva ett förenklat förhållande. För att få information genom ett nyckeltal så är de uppbyggda på följande sätt: Nyckeltal = intresse/jämförelsebas.

Det används två typer av nyckeltal i redovisningsanalysen. Nyckeltal baserade på företagets försäljning och nyckeltal baserade på företagets kostnader.

Nyckeltalen ska studeras under längre tid och jämföras med företag i samma bransch för att på så sätt upptäcka eventuella skillnader företag emellan och få en rättvisande bild.

(Catasús m.fl. 2008)

Nyckeltal baserade på försäljning

Nettoomsättningsnyckeltal härleds från följande relation:

Nettoomsättning = likvida medel från försäljning + förändringen i kundfordringar - förändringen i förutbetalda intäkter - förändring i eventuell garantireserv.

- nettoomsättning/likvida medel från försäljning
- nettoomsättning/kundfordringar
- nettoomsättning/förutbetalda intäkter
- nettoomsättning/garantireserv

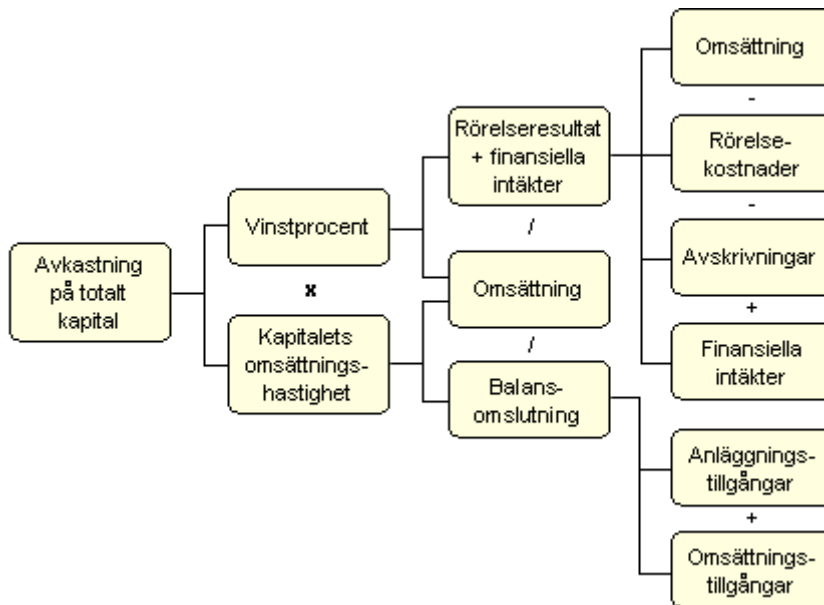
De nyckeltal som räknas utifrån företagets försäljning är svåra att manipulera men kundfordringar och garantiavsättningar är istället lättare. Detta är poster som har med periodiseringar att göra.

Nyckeltal baserade på kostnader

De nyckeltal som räknas utifrån företagets kostnader kan manipuleras genom att de skjuts på framtiden. Ett annat exempel är att kostnader som inte förväntas generera någon inkomst balanseras. Nedskrivningar av tillgångarna kan vara mindre än vad de verkligen är och vissa värdelösa tillgångar skrivs inte ner till noll. Immateriella tillgångar och goodwill kan lätt manipuleras. (Nilsson m.fl. 2002)

Dupont-modellen:

Metod för att analysera räntabilitet, vinstmarginal och lönsamhet



Källa: www.hogia.se

Låga kostnader och för övrigt samma siffror innebär en ökning av vinstmarginal. Det innebär också att tillgångarnas omsättningshastighet minskar eftersom tillgångarna finns kvar i företaget längre. Företag ska analyseras extra noga när vinstmarginalen ökar men tillgångarnas omsättningshastighet minskar.

3.2.3 Finansiell analys

För att kunna värdera ett företag så måste en bedömning göras av vad företaget kommer att prestera i framtiden. Den nuvarande lönsamheten, tillväxten, effektiviteten och finansiella ställning är också viktig när en bedömning av den fortsatta investeringen och tillväxten görs.

I många fall jämförs de uppsatta och nådda målen och strategierna.

Ett av verktygen även för detta är nyckeltal. Nyckeltal säger inte allt men fungerar när man ska hitta problemområden och underliggande orsaker. Det finns några viktiga saker att tänka på när man använder nyckeltal:

- Att inte använda för många nyckeltal.
- Att nyckeltalen skall vara enkla att förstå
- Att det ska vara enkelt att förstå hur de ska förbättras.
- Att de ska vara svåra att manipulera.
- Att det ska vara enkelt att ta fram data.
- Att de ska vara relevanta för verksamheten.
- Att det ska gå och jämföra tid och rum.
- Att de ska vara lättolkade vid förbättring/försämring.
- Att de ska ha en ägare/ansvarig
- Att de ska ha mätprecision.
- (Catasús m.fl. 2008).

Nyckeltalen som används vid den finansiella analysen är just så kallade finansiella nyckeltal och är indelade i fyra områden:

Nyckeltal som visar företagets lönsamhet:

Räntabilitet på eget kapital = resultat efter finansiella intäkter och kostnad/summa genomsnittligt eget kapital. Detta är det mest övergripande måttet på lönsamhet.

Jämförelsestörande poster skall justeras.

Detta mått kan brytas ner med den så kallade Dupont-modellen som ger en detaljerad analys

Nyckeltal som mäter företagets tillväxt:

Man använder ofta tillväxt som en positiv term för ett företag men vad är det egentligen och hur kan det mätas? Oftast så utgår man från ett ägarperspektiv och tillväxten på eget kapital och vinsten är det som avses då. Man kan dock ha olika utgångspunkter för värdering och det är viktigt att man ser till olika perspektiv. Man kan mäta tillväxt genom att se på omsättning, antal anställda och företagets tillgångar.

Nyckeltal som mäter företagets finansiella balans:

Kassalikviditet = summa omsättningstillgångar - Varulager/Kortfristiga skulder.

Balanslikviditet = summa omsättningstillgångar/summa kortfristiga skulder.

Likviditeten är företagets förmåga att betala kortfristiga skulder till den takt som de förfaller till betalning.

Soliditet = summa eget kapital/summa skulder och eget kapital.

Soliditet är företagets förmåga att överleva på lång sikt. Högre soliditet innebär att man har större kapacitet att överleva konjunktursvackor med en buffert av eget kapital.

Nyckeltal som mäter företagets uthålliga vinsttillväxt:

Den uthålliga vinsttillväxten är ett mått på hur företagets tillväxtplaner värderas. Företagets vinst tillhör ägarna men man har möjligheten att återinvestera vinsten istället för att dela ut den. Man kan också välja att göra en mix av de båda alternativen. Formeln som beskriver detta scenario är:

Uthållig vinsttillväxt $t =$ Avkastning på eget kapital efter skatt $\cdot (1 - \text{utdelningsandel})$. 1-utdelningsandel anger andelen kvarhållna vinstmedel.

Utdelningsandelen = utdelning/resultat efter finansiella kostnader och intäkter, justerat för schablonskatt. (Nilsson m.fl. 2002)

Ett företags värde består av lönsamhet och tillväxt. Investeringsstrategin och finansieringsstrategin ska tillsammans svara på hur lönsamheten och tillväxten kommer att se ut. De beslut som tillhör investeringsstrategin rör exempelvis frågor om en viss produkt skall tillverkas, val av marknadsföring och beslut om anställning av personal. De beslut som berör finansieringsstrategin behöver inte beröras av investeringsteorin men den berör i högsta grad hur företagets lönsamhet och tillväxt kommer att se ut i framtiden. (Persson m.fl. 2001).

Det finns tre olika metoder för att studera nyckeltal.

Longitudinell metod:

Nyckeltal studeras över flera år, minst mellan tre till fem år. På så vis fångas konjunkturcykeln och trender för företagets verksamhet och prestationen blir uppenbar. Ett problem med att studera nyckeltalen över en sådan här lång tid är att man ser förändringar som hör till företagets verksamhet som produktionseffektivitet, investeringsstrategi och finansiell strategi. En försämrad bruttomarginal kan bero på höjda materialpriser, ökad konkurrens och produktionsproblem.

Tvärsnittsmetod:

Nyckeltal jämförs med motsvarande nyckeltal hos andra företag så kallade jämförelseföretag i samma bransch. För att det ska fungera så måste liknande företag jämföras som matchar i produkter, kunder, marknad och teknologi. En avvikande faktor i detta fall behöver inte vara negativt utan kan bero på att företaget är unikt.

Tumregelmetod:

Nyckeltal jämförs med fastställda riktmått. Några exakt fastställda mått används sällan utan intervaller används. Analytikerna tittar framför allt på den finansiella strategin och hur man i årsredovisningen lovat bonus och liknande belöningar om vissa nyckeltal uppfylls. Exempel på dessa nyckeltal är soliditet och räntabilitet.

Den som vill använda nyckeltal för att göra en analys bör samla på sig nyckeltal från flera håll. Nyckeltal som används är:

- Egna nyckeltal som redovisas i företagets årsredovisning eller i andra dokument som delårsrapporter. Det som framförallt undersöks är lönsamhet, tillväxt och den finansiella balansen.
- Nyckeltal från konkurrerande företag som ger en intressant analys för att mäta om företaget är bättre eller sämre än sina konkurrenter. Det är dock viktigt att titta på hur nyckeltalen har beräknats för att få en rättvisande jämförelse.

- Branschnyckeltal som ger ett visst mått på hur företaget ligger till i jämförelse med andra företag.

Data till de olika nyckeltalen finns i företagens årsredovisningar i de flesta fall. Ibland kan det behövas kompletterande upplysningar. Tillgångar kan till exempel vara bokförda enligt bokfört värde och inte enligt marknadsmässigt värde.

De nyckeltal som beräknas med värden från både resultat och balansräkningen skall beräknas med genomsnittsmetoden eftersom balansräkningens värde är så kallade ögonblicksvärden. Genomsnittsvärden beräknas som ett genomsnittsvärde av den ingående balansräkningen och årets utgående balansräkning. (Nilsson m.fl. 2002)

3.2.4 Prognoser (proformas)

Baserat på den information och kunskap som vid denna punkt finns av företaget så kommer nästa steg i den fundamentala analysen – Prognos eller som det i vissa böcker kallas Proformas.

Modellen för att göra en prognos är uppbyggd kring omsättning och modellen förutsätter att resultat och balansräkningen är en funktion av företagets försäljning. Företagets produktiva tillgångar ökar till följd av ökad försäljning. De operativa delarna i resultat och balansräkningen antas kopplade till försäljningen medan den finansiella sidan av verksamheten brukar utgöra buffertposter eller så kallade plugg i modellen. Det är alltså den operativa verksamheten som skapar värde och inte den finansiella verksamheten.

Alla modeller har en plugg som används för att balansera balansräkningen. Det innebär att summan av tillgångar alltid blir lika stor som summan av eget kapital och skulder. Pluggen är oftast en post i balansräkningen som till exempel kassan. Rent formelmässigt ökar eller minskar pluggen i relation till övriga poster i balansräkningen.

Det här är i principen för hur proformamodellen är uppbyggd i teorin men rent praktiskt så krävs ett kalkylprogram för användning av proformamodell i företagsvärdering. Modellen är avancerad och man behöver stöd av kalkylprogram för att kunna simulera flera olika scenarier och känslighetsanalyser.

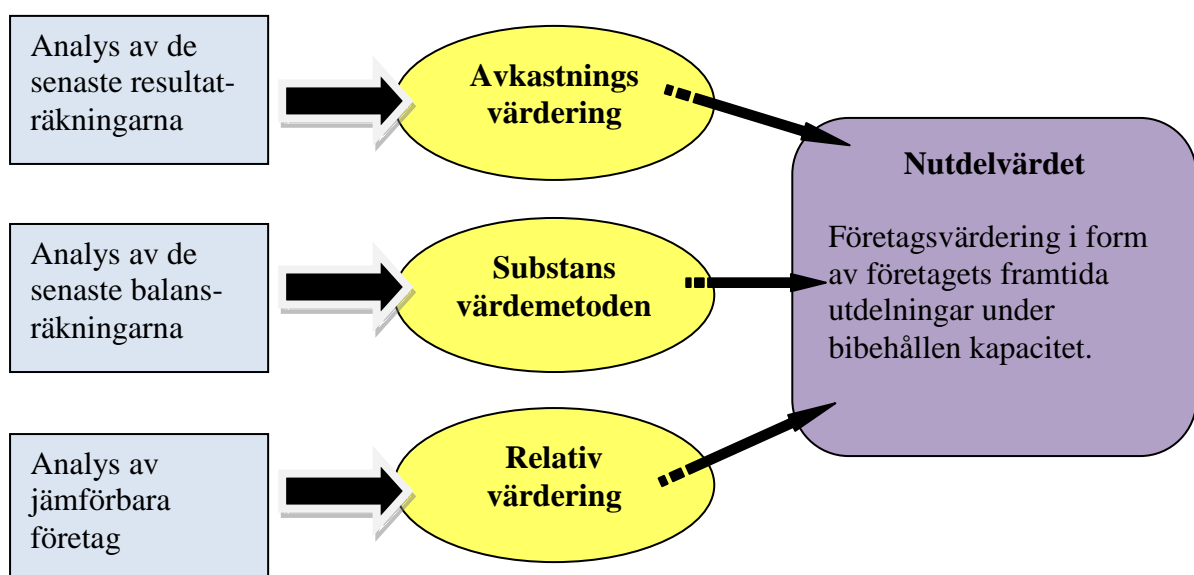
Nästa steg är i den fundamentala analysen är värdering. (Nilsson m.fl. 2002)

3.3 Värdering

De flesta värderingsmodeller grundas på att företaget kommer att bedriva sin verksamhet under en obegränsad tid, detta antagande kallas ”going concern”. Anledningen till denna grund är att värderingen oftast till stor del baseras på företagets förväntade framtid.

Avkastningsmetoden och jämförande värdering anses vara huvudmetoderna vid en företagsvärdering enligt Öhrlings PriceWaterhouseCoopers. De används parallellt med varandra och leder till samma värde. Metoderna tillämpas på samma grund, det framtida kassaflöde, finansiella ställning och risksituation.

Värderingsmetoder:



Källa: Egenbearbetning efter Hult Figur 1:5 (2003)

3.3.1 Avkastningsvärdering

Metoden tillämpas för att kunna prognostisera den framtida avkastningen genom beräkningar från kassaflöde, finansiella ställning och risker. Den framtida avkastningen diskonteras till ett nuvärde genom en kalkylränta som baseras på kapitalkostnaden.

(Öhrlings, 2008)

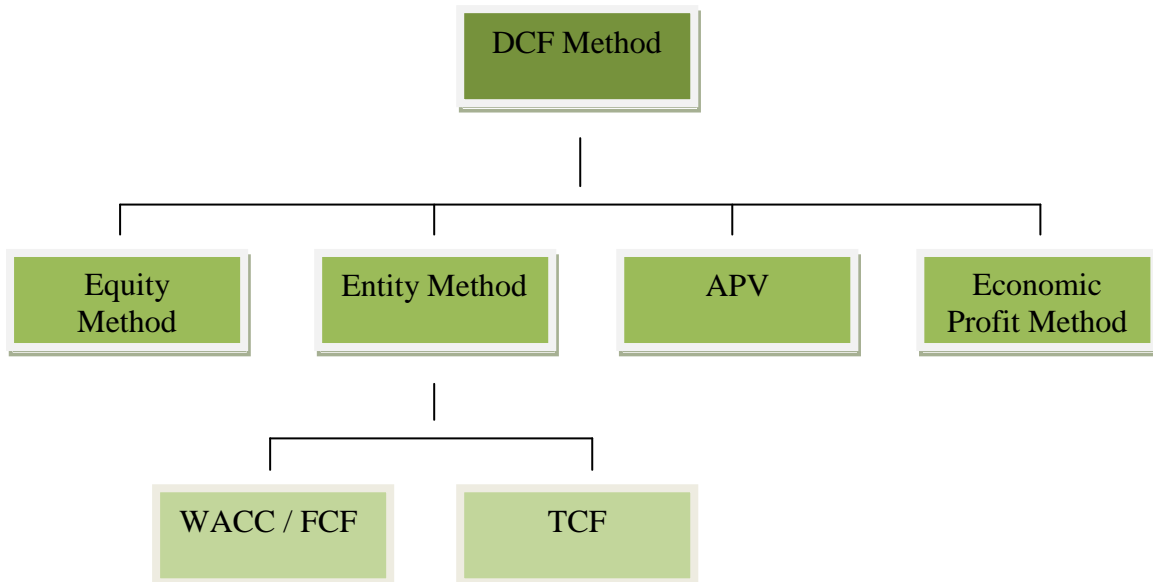
Avkastningsmetoden kan användas utifrån olika tekniker. Skillnaden mellan teknikerna är definitionen av avkastningen och avkastningskravet. De olika teknikerna passar vid olika situationer och det är därför viktigt att välja rätt teknik som lämpar sig bäst för det specifika företaget. Avkastningsvärdering brukar delas upp i kassaflödesbaserade och utdelningsbaserade diskonteringsmodeller. Dessa avkastningsmått används för att se överföringen eller den potentiella överföringen som sker från företaget till aktieägarna.

3.3.1.1 Avkastningsvärdering baserad på rörelsens kassaflöde (DCF-teknik)

Den mest använda metoden inom avkastningsvärdering är kassaflödesvärdering, DCF-teknik ("Discounted Cash flow"). Kassaflödet diskonteras till värderingstidpunkten och därmed namnet Discounted Cash Flow. Enligt Hult (2003) bör detta synsätt föredras framför andra schabloniserade avkastningsmodeller.

Det finns en mängd olika metoder för att omvandla företagens redovisningsdata till kassaflödesdata

Olika metoder:



Källa: Fig. 2.2 Behm Georg

Hur man utför ett kassaflöde kan delas in i tre steg:

1. Utgå från företagets nuvarande vinst. Om det är aktievärdet som skall beräknas så utgå i beräkningen av kassaflödet från rörelseresultatet efter skatt. Bortse från finansiering av företaget när företagsvärdet skall bestämmas med en kassaflödesmodell.
2. Analysera hur mycket företaget har investerat för en framtida tillväxt. Skilj mellan investeringar som kostnadsförs direkt och investeringar som tas upp som anläggningstillgångar med avskrivningar som följd. Viktigt att understryka att även investeringar i rörelsekapital är viktigt för att skapa framtida tillväxt.
3. Beräkna fritt kassaflöde till företag eller aktieägare beroende på om det är aktievärdet eller företagsvärdet som skall beräknas. Vid aktievärdesberäkning skall även kassaflödet beräknas från företagets nettoupplåning.

(Nilsson m.fl. 2002)

Fritt kassaflöde till företag (FKFF)

Denna modell kallas även för Free Cash Flow to Firm (FCFF) och baseras på det fria kassaflödet. Kassaflödet grundas på rörelseresultatet och dess skattepåverkan. Vid kassaflödesräkning är det tre poster som är väsentliga; företagets avskrivningar, företagets investeringar i anläggningstillgångar och rörelsekapitalbehovet.

Fritt kassaflöde

- Nettoresultat (årets resultat)
- + Avskrivningar
- - Ökning kundfordringar
- - Ökning varulager
- - Ökning av övriga rörelsekapitalpåverkande kortfristiga skulder
- + Ökning i leverantörsskulder och andra icke räntebärande kortfristiga skulder
- + Ökning i uppskjuten skatt
- + Räntekostnad efter skatt
- - Investeringar i materiella anläggningstillgångar
- - Investeringar i immateriella anläggningstillgångar
- - Nettoökning övriga anläggningstillgångar (T.ex. finansiella anläggningstillgångar)
- = Fritt kassaflöde till företaget (FKFF)

Källa: Egen bearbetning av tabell 10.1 Nilsson m.fl. (2002)

Ett företag med hög tillväxt har ofta ett negativt kassaflöde, så ett negativt kassaflöde behöver inte vara negativt för företaget så länge investeringarna tillämpas till ett tillväxt- och likviditetsperspektiv. För att beräkna ett FKFF krävs många rörelsejusteringar dessutom krävs finansiella justeringar, dvs. nettovinsten justeras för finansiella poster. Detta får som följd att räntekostnaden efter skatt återförs till nettovinsten.

Diskonterat kassaflöde - WACC

Genom att värdera utifrån ett diskonterat fritt kassaflöde beaktar man istället företagets finansieringskostnader av en diskonteringsränta. Den vägda kalkylräntan eller ”diskonteringsräntan” brukar benämnas WACC (”Weighted Average Cost of Capital”) och består av en bedömd lämplig skuldsättning, avkastningskrav på eget kapital och kostnad för lånat kapital (efter skatt). Avkastningskravet är beroende av följande faktorer (Sevenius, 2003)

- Riskfri ränta, den förräntning som den investerade summan hade inneburit vid en riskfri investering. Brukar ofta motsvara avkastningen på långfristiga statsobligationer.

- Marknadsriskpremie, den riskpremie som finansiärer på aktiemarknaden kan tillgoda räkna sig.
- Branschrisk, den avkastningen som utöver marknadsriskpremien finansiärer kräver i den aktuella branschen.
- Företagsspecifik riskpremie, det avkastningskrav som kan krävas beroende på företagsspecifika faktorer.

$$WACC = S / (S+E) \times R_s \times (1 - \text{skattesats}) + E / (S+E) \times R_e$$

S = räntebärande skulder

E = eget kapital

R_s = Skuldränta

R_e = Avkastningskrav på eget kapital

Ibland värderar man ett företags olika verksamhetsområden separat på grund av att riskprofilerna kan variera och därför bör det sättas olika avkastningskrav. (Öhrlings, 2008)

Nuvärdet:

Nuvärdesberäkning – formel

$$PV = \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

PV (present value) = Nuvärde
t = Period
FCFF = Fritt kassaflöde
WACC = Diskonteringsfaktor

Källa: Damodaran 1994:148

Denna formel används vid värdering av företag med stabil tillväxt

Nuvärdet som fås fram genom det framtida fria kassaflödet motsvarar avkastningsvärdet på rörelsens operativa kapital ("Enterprise Value"). Det fria kassaflödet får inte vara påverkat av betalningsströmmarna som hör till de rörelsefrämmande tillgångarna. Tillgångar och skulder som inte tagits upp från grunden till "Enterprise Value" måste fastställas. Dessa poster är

finansiella tillgångar och skulder som har en direkt koppling till rörelseverksamheten. Detta värde som man får fram är det slutliga avkastningsvärdet av aktierna.

(Öhrlings, 2008)

3.3.1.1.2 Kalkylränta

För att kunna genomföra en nuvärdesberäkning av framtida kassaflöde måste man få fram en kalkylränta. En kalkylränta består av ”realränta” och ”nominell ränta”. Real räntan består av en tillväxtränta och en riskpremie. Den nominella består av både real räntan och framtida förväntningar på inflationen.

(Hult, 2003)

En kalkylränta brukar även kallas för diskonteringsränta eller avkastningskrav. Kalkylräntan bestäms efter vilken värderingssituation som uppstår. Kalkylränta som används vid värdering utav aktier är CAPM (Capaturity Asset Pricing Method). Enligt Hult (2003) används CAPM till noterade företag för att deras marknad är aktiv och det kan sättas adekvata priser.

Vid onoterade företag bestäms kalkylräntan utifrån följande:

- Avkastning på alternativa placeringar

Kalkylräntan baseras på den möjliga avkastningen, då en investerare har möjlighet att investera i ett eller flera företag.

- Den faktiska kapitalkostnaden

Kalkylräntan baseras på räntan och avkastningen utifrån företagets redovisning, dvs. historiska värden.

- WACC

Kalkylräntan avspeglar marknaden och långgivarens aktuella krav vid värderingstillfället.

(Hult, 2003)

Vid noterade företag används följande:

- CAPM

CAPM är en formel för att räkna ut avkastningskravet på eget kapital i förhållande till den bedömda risken. Risken beräknas genom beta-värde.

- Betavärde

Beta-värdet är ett begrepp som visar hur mycket aktien eller portföljen ökar eller minskar i förhållande till marknaden. Värdet visar hur stor risken är att aktien påverkas av uppgångar och nedgångar i marknaden. Beta-värdet kan antingen vara positivt eller negativt, vid ett negativt värde rör sig aktiekursen i motsatt riktning i jämförelse med marknaden och tvärtom vid ett positivt värde. Om betavärdet är 1 betyder det att aktien rör sig med marknaden, om värdet är över 1 rör sig aktien mer än marknaden och tvärtom.

(www.finanstidningen.se)

3.3.1.2 Avkastningsvärdering baserad på utdelningsbara medel (Equity Method)

Denna metod baseras också på det fria kassaflödet efter bolagsskatt. Kassaflödet består av förväntningar på framtida rörelseresultat, rörelsekapital och investeringar som kommer att leda till utdelning. (Öhrlings, 2008)

Modellen koncentrerar sig på de på de tillgångar som är snabba att göra om till likvida medel. Företagets kassaflöde är det belopp som företaget kan överföra till sina aktieägare utan att för den skull avstå från framtida tillväxt. Utdelning är det som aktieägare får av företaget. Den faktiska utdelningen är inte alltid det maximala beloppet som företaget kan dela ut utan är den summa som bestäms av företagens ledning. Det kan finnas många anledningar till att företagens ledning väljer att göra så.

(Nilsson m.fl. 2002)

Nackdel med denna metod är att värdeberäkningar påverkas av de bokförda värdena på tillgångar och skulder. Det betyder att resultatet kan bli olika beroende på vilken

redovisningsprincip man använder. Denna metod används ofta där finansieringen är en del av rörelseverksamheten, exempel värdering av banker och försäkringsbolag.

(Öhrlings, 2008)

3.3.1.3 Avkastningsvärdering baserad på bedömd uthållig vinst (Economic profit Method)

Denna metod är en enklare form av avkastningsvärdering. Den baseras på bedömd uthållig vinst. Man utgår från att göra en bedömning tre variabler:

- Förväntat genomsnittligt resultat efter skatt
- Tillväxttakt i vinstnivån
- Avkastningskrav på eget kapital

För att få fram avkastningsvärdet diskonteras det förväntade resultatet med en evig betalningsström. En nackdel med denna metod är att många faktorer som påverkar företagets värde inte inräknas i denna metod. Man använder denna metod när det saknas information om företaget och en värdering ska göras på kort tid. (Öhrlings, 2008)

3.3.1.4 Enhanced DCF (eDCF) Värdering av framtida investeringsmöjligheter

DCF modellerna baseras på att företagsledningen omgående bestämmer om att investera eller inte. Tidpunkten där beslutet sker för att investera kan många gånger få förskjutas framåt i tiden och förutsättningarna för investeringen kan förändras under tiden. Företagsledningen kan i framtiden avstå från investeringen på grund av situationer som uppstår från omvärlden. Denna möjlighet brukar liknas med en option därför kallas detta för ”real option”.

För att kunna värdera företagsledningens möjligheter i dessa situationer använder man sig av en värderingsteknik som baseras på optionsteori. Värderingstekniken kallas real optionsvärdering och används för forskningsintensiva företag exempelvis läkemedelsföretag och bolag verksamma med gas- och oljeprospektering. I allmänhet används tekniken till företag som har ett osäkert investeringsutfall och osäkerhetsfaktorer som är kopplade till framtidens beslutssituationer. Varför denna teknik används till värdering av tillväxtföretag är

att deras tillgångar inte genererar kassaflödet i nuläget men förväntas att göra i framtiden och genom värdering med reala optioner fångar man värdet genom att använda flexibilitet.

(Öhrlings, 2008)

Reala optioner ger ett mer rättvisande värde för investeringsbeslut på grund av att förutsättningarna kan förändras fram till beslutstidpunkten och man har möjlighet att avvakta med information. Detta ger en flexibilitet och därför ses denna värdering som överlägsen mot den traditionella DCF-tekniken.

Tekniken reala optioner kan användas som komplement till DCF-tekniken och då kallas för eDCF (Enhanced DCF). Fokus med denna teknik ligger på att beakta värdet av framtida tillväxt- eller investeringsmöjligheter samt att få fram en mer tydlig riskanalys.

(Öhrlings, 2008)

3.3.2 Substansvärdering

Substansvärde = JEK + OR x (1-skattesats)

JEK = Justerat eget kapital

OR = Obeskattade reserver

(Sevenius, 2003)

Genom Substansvärdemetoden beräknar man värdet på det kapital som finns i företaget. Kapitalet fås fram genom att man tar bort skulderna från det totala värdet av tillgångarna. Detta blir företagets substansvärde, denna värdering brukar användas i samband med en avkastningsvärdering för att få en mindre osäker värdering.

(Hult, 2003)

Substansvärdet grundar sig på företagets balansräkning och motsvarar bolagets egna kapital eller ägarkapital.

(Hult, 2003)

Nackdel med substansmetoden är att den utelämnar mervärde som företag kan skapa med de tillgångar de äger. Den behandlar varje tillgång enskilt och beaktar inte synergieffekterna.

Svårt att få tillgång till den information som krävs för att justera tillgångarna och skulderna till verkliga värden.

När det gäller tjänsteföretag är inte substansvärderingen en lämplig metod för att avgöra företagets värde. Personalens kompetens är det som skapar värde åt dessa företag. Normalt sett har dessa företag alltså mycket immateriella tillgångar och värdet på företaget utgörs av förväntningar om framtida vinster, varför de värderas långt över de värden som finns bokförda i balansräkningen. Nilsson m.fl. (2002)

3.3.3 Residualvinstvärdering

Från 1990-talets början kritiserades värderingar som var redovisningsbaserade. Dessa siffror speglade inte det faktiska inflödet och utflödet av pengar, dessutom tog de inte upp investeringar som gjorts för den framtida tillväxten. År 1995 publicerade Professor James Ohlson en forskningsartikel där han visade residualvinstmodellen och dess likheter med utdelningsmodellerna. Efter denna artikel blev residualvinstmodellen accepterad och användes i finansiell forskning och redovisningsforskning. Residualvinstmodellen används i praktiken idag både vid värdering och ekonomistyrning, anledningen till modellens genomslag bland företagen anses bero på den amerikanska konsultfirman Stern Stewart.

Residualvinst är det som kvarstår efter man tillämpat aktieägarnas avkastningskrav och de kapital de har investerat i företaget. Skillnaden mellan en kassaflödesbaserad modell och residualvinst är att residualvinsten baseras på företagets redovisade resultat och bokfört värde eget kapital, vilket bidrar till att vinsten inte måste justeras som i kassaflödesmodellerna. En annan skillnad är utgångspunkten vid värderingen, residualvinstmodellens utgångspunkt uppstår genom residualvinster inom företaget medan andra utgår från företagets faktiska utdelningar eller potentiella utdelningar.

För att beräkna värdet på företaget med residualvinstmodellen används en indirekt värdering.

$$V_f = BV_o + S_o + \frac{RVF_1}{(1+r_{WACC})} + \frac{RVF_2}{(1+r_{WACC})^2} + \frac{RVF_3}{(1+r_{WACC})^3}$$

V_f = Företagsvärde

r_{WACC} = genomsnittlig kapitalkostnad

BV_o = Bokfört värde eget kapital vid tidpunkten för värdering

S_o = Marknadsvärde räntebaserade skulder

RVF = Förväntade framtida residualvinster till företaget vid respektive period.

(Nilsson m.fl. 2002)

Företagsvärdet är summan av investerat avkastningskrävande kapital och nuvärdet av framtida residualvinster till företaget.

3.3.4 Relativvärdering – Multipelvärdering

Relativvärdering brukar även kallas för jämförande värdering. Avkastningsmetoden och jämförande värdering anses vara huvudmetoderna vid en företagsvärdering. De används parallellt med varandra och leder till samma värde. Metoderna tillämpas på samma grund, det framtida kassaflöde, finansiella ställning och risksituation.

(Öhrlings, 2008)

Vid Jämförande värdering baseras värdet på marknadens bedömning av ett eller flera jämförbara företag. Marknadsnoterade bolag jämförs prissättningen på aktierna medan i icke noterade bolag jämförs transaktionspriser vid överlåtelse av aktier.

Värderingsmultiplar appliceras vid relativvärderingen, multiplar värderas på omsättning, resultat eller bokfört eget kapital. För att få en rättvis bild av värderingen bör man använda fler värderingsmultiplar som ska indikeras av prissättningen i de jämförande bolagen. Fördel med att använda sig av värderingsmultiplar är att de avspeglar hur marknaden värderar företag som har liknande eller samma typ av egenskaper. Nackdel med värderingen är att den inte beaktar att det kan förekomma skillnader i risk och skuldsättningsgrad mellan olika företag.

(Öhrlings, 2008)

Värderingsmultiplar:

P/E - värde på eget kapital i förhållande till resultat efter skatt.

EV/EBITDA – värde på operativt kapital i förhållande till rörelseresultat före avskrivningar.

EV/EBIT – värde på operativt kapital i förhållande till rörelseresultat efter avskrivningar.

EV/S – värde på operativt kapital i förhållande till omsättning.

P/BV-tal – värde på eget kapital i förhållande till redovisat eget kapital.

(Öhrlings. 2008)

När skillnader mellan företagens multiplar framstår finns det skillnader i bolagens förväntade tillväxt, risker och andra fundamentala faktorer. Detta på grund av att multiplarna har en koppling till det förväntade framtida kassaflödet.

Multipeln baserad på bokfört värde fungerade bäst på stora företag samt på företag med låga vinster. För företag med höga vinster genererade multipeln baserad på bokfört värde en något för låg värdering, medan multipeln baserad på försäljning visade en något för hög värdering. I många fall kan det vara lämpligt att använda en kombination av multiplar i vissa fall.

Det är svårt att hitta relevanta företag att jämföra med och att kunna justera multipelvärden för att se skillnader mellan värderingsobjekt och jämförelsebolag. Därför försöker man arbeta med både avkastningsmetoden och jämförande metoden samtidigt för att få fram en rättvis värdering. (Öhrlings, 2008)

3.4 Due diligence

Betyder ordagrant ”tillbörlig aktsamhet” men översätts ofta med ”vederbörlig omsorg”.

Termen kan jämföras med den undersökningsplikt av godset som finns enligt svensk köplag.

Köplagen gäller även vid företagsförvärv. Due diligence betyder sådant som en eventuell köpare bör känna till om företaget innan köpet verkställs.

Due diligence är mer omfattande än den fundamentala analysen och den utförs för det mesta av externa experter som advokater, revisorer och skattejurister förutom av det köpandes företags personal. Due diligence ligger senare i förvärvsprocessen och genomförs inte utan att den köpande parten har gett en avsiktsförklaringar och lovat sekretess om den information som man kommer att ta del av. Due diligence ses som ett kvitto på köpet

Undersökningens omfattning beror på vilka områden eller frågor som väckt intresse och vad för typ av verksamhet som köpeobjektet driver. Varje due diligence kan ses som individuell och unik. Undersökningen utgår från dokumentgranskning. Den eventuelle köparen tar fram en lista på vad man önskar granska. Granskningen avslutas med eventuella intervjuer av personer i olika positioner.(Sevenius, 2003)

En uppdelning av sju olika huvudtyper krävs för att man skall täcka in en komplett due diligence.

Juridisk due diligence – avtal och eventuella tvister granskas. Dessutom granskas eventuella patent, upphovsrätter, varumärken och licens avtal. Garantier som säljaren lämnar granskas också liksom köparens reklamationsstid.

Finansiell due diligence – analys av företaget vad det gäller den finansiella ställningen, lönsamhet och värdering.

Affärsmässig due diligence – risken för företaget vad det gäller resultat analyseras. Även marknaden, produkterna och konkurrenterna analyseras. Konkret är detta en strategisk analys som ofta glöms bort.

Skattemässig due diligence – skattemässigt finns det risker med att köpa företag. Många och diffusa skatteregler gör att det är svårt och misstag begås lätt. Bolaget kan drabbas av dryga restskatter och straffavgifter.

Arbetsrättslig due diligence – kartläggning av förmåner och arbetsavtal som VD, ledande befattningshavare och övrig personal har. Även åtagande för pension och bonus ingår i detta. Inom området faller även bestämmelser om tystnadsplikt och bibehållen kompetens inom företaget.

Teknisk due diligence – rör frågor som patent och tekniska lösningar. Med andra ord allt som har med produkter och tjänster ur teknisk synvinkel.

Kulturell due diligence – detta gäller de flesta företag idag när världen har krympt. Framförallt gäller det när man köper företag i annan kulturell miljö än den som köparen

befinner sig i. De delar som man framförallt tittar på är skillnader i ledarstil, organisationen, värderingar, beteendeskilnader och kommunikationsskilnader. Mycket av detta görs för att missförstånd skall undvikas. (Nilsson m.fl. 2002)

4. Empiri

I detta kapitel presenterar vi empiriskt material som vi har analyserat. Vi har intervjuat företagsvärderare som är verksamma på företag i Sverige. Vi har också använt Swedbanks årsredovisning för att på så sätt empiriskt undersöka om vi kan applicera modellerna.

4.1 Inledning

Det empiriska material som struktureras här baseras på forskningsfrågorna som ställts tidigare i undersökningen.

- Hur går en företagsvärdering till?
- Vilka värderingsmodeller finns det att tillgå?
- Vilka värderingsmodeller används i praktiken?
- Vad är nackdelar/fördelar av olika värderingsmodeller?
- Var ligger svårigheterna med en företagsvärdering?

De två första frågorna redogör vi ingående för i vår teoridel och de tre följande frågorna presenterar vi med empiriskt material i tre delar i denna del.

- Analys av modeller .
- Demonstration av de två av de mest användbara modellerna och hur de tillämpas
- Modellerna bedöms i analysdelen av de som använder dem

4.2 Analys av modeller

Olika värderingsmodeller är olika användbara beroende på vad för företag som analyseras.

Följande tabell visar modellerna rangordnade efter användbarhet.

Värderingsmetod	Fördelar	Nackdelar
Avkastningsvärdering	Ger en uppfattning om vinster och eventuella framtida vinster. Kan användas som prognos. Används vid värdering av företag som har en liten balansräkning som till exempel försäkringsbolag och banker.	Om företaget har gjort stora investeringar så är kassaflödet negativt även om det finns goda vinstchanser i framtiden. Investeringar kan ha olika avkastningskrav på grund av risk. Om företag har ett negativt resultat så är metoden inte användbar.
Substansvärdering	Är redovisningsbaserat och de uppgifter som används återfinns i företagets balansräkning.	Är ej lämpligt när exempelvis tjänsteföretag värderas då ingen hänsyn tas till "usevalue" det vill säga värden som synergieffekter, duktig personal, stor kundkrets. Värdeberäkningen påverkas av om verkligt värde eller bokfört värde används.
Relativvärdering	Passar vid värdering av företag på samma marknader.	Finns det inget jämförbart företag så är metoden inte användbar.

4.3 Swedbank

Som exempel företag har vi valt Swedbank. Detta företag är ett låneinstitut men har även annan verksamhet utöver bankverksamheten.

4.3.1 Nyckeltalsanalys

Swedbank	2008	2007	2006	2005	2004
K/I-tal	0,50	0,51	0,52	0,48	0,55
Kreditförlustnivå	0,28	0,07	-0,02	0,04	0,07
Placeringsmarginal	1,28	1,25	1,23	1,38	1,44
Kapitaltäckningsgrad	15,20	12,70	9,80	9,70	11,60
R _e	17,10	18,90	19,30	24,60	21,80
Skuldsättningsgrad	19,95	22,54	21,45	21,23	20,59
Soliditet	4,77	4,25	4,44	4,50	4,63
Resultat per aktie	21,95	21,78	19,75	21,56	16,70

Källa: Egen bearbetning av Swedbanks årsredovisningar

4.3.2 Avkastningsvärdering

Vi undersöker vad avkastningsvärderingen baserad på uthållig vinst ger för prognos för Swedbank.

I Swedbanks årsredovisning hittar vi att bankens räntekrav för eget kapital 2008 var 17 %. Företagets kostnad för det egna kapitalet är även investerarnas avkastningskrav.

Avkastningsvärdering baserad på uthållig vinst:

$$\frac{\text{Vinstnivå}}{\text{Kalkylränta} - \text{bedömd tillväxttakt}}$$

Akkumulerad vinst år 2004-2008 = 56 305 mkr

Vinst i medeltal år 2004-2008 = 11 261 mkr

Bedömd tillväxttakt = 0 kr

Värdet baserat på uthållig vinst = 11 261 mkr / 17 % = 66 241 mkr

Om vi däremot värderar Swedbank genom utdelningstillväxtmodellen så ser vi att aktien har noll värde.

$$P_0 = 0/0,17 = 0$$

Skillnaden består i att vi i det första fallet tar hänsyn till fem historiska år då bankens resultat var bättre än det har varit det senaste året.

4.3.3 Substansvärdering

Här undersöker vi Swedbanks balansräkning. För att kunna göra en uppskattning så använder vi fem år.

I Swedbanks årsredovisning kan vi använda substansvärde per aktie eftersom det finns redovisat.

2004	92,90 kr
2005	105,28 kr
2006	117,17 kr
2007	129,66 kr
2008	115,58 kr

4.3.4 Relativ värdering

Den relativa värderingen används för att göra en jämförelse med andra banker i Sverige.

2007	Swedbank	SEB	Handelsbanken
K/I-tal	0,51	0,57	0,46
Kreditförlustnivå	0,07	0,09	0,002
Placeringsmarginal	1,25	0,75	0,86
Kapitaltäckningsgrad	12,70	11	16,90
R _e	18,9	18,95	22,04
Skuldsättningsgrad	22,54	29,56	23,96
Soliditet	4,25	3,27	4,01
Resultat per aktie	21,78	20,0	24,87

2008	Swedbank	SEB	Handelsbanken
K/I-tal	0,50	0,62	0,44
Kreditförlustnivå	0,28	0,25	0,09
Placeringsmarginal	1,28	0,77	0,96
Kapitaltäckningsgrad	15,20	10,60	16
R _e	17,10	12,53	16,23
Skuldsättningsgrad	19,95	27,05	27,80
Soliditet	4,77	3,57	3,47
Resultat per aktie	21,95	14,68	19,46

Redovisningsanalys med nyckeltal som är intressanta för banksektorn.

K/I – tal

Detta nyckeltal baseras på bankens kostnader och intäkter och faller under lönsamhetsmått i bankens årsredovisning.

50% är positivt eftersom intäkterna är dubbelt så stora som kostnaderna

200% är negativt eftersom kostnaderna är dubbelt så stora som intäkterna

Kreditförlustnivå

Detta nyckeltal baseras på bankens kreditförluster och visar hur mycket av de utlånade pengarna som banken räknar med att få tillbaka.

Resultat per aktie

Resultat per aktie är ett nyckeltal som man använder för att mäta lönsamheten. Detta nyckeltal används för att jämföra nyckeltalen år för år. Årets resultat påverkas av kreditförluster och gör att resultatet per aktie sjunker.

Finansiell analys med hjälp av nyckeltal

Placeringsmarginal

Placeringsmarginal är ett nyckeltal som visar räntenetto andel av totala tillgångar. De totala tillgångarna består av genomsnittet mellan ingående- och utgående balansomslutning

Kapitaltäckningsgrad

Kapitaltäckningsgrad är ett nyckeltal som används för att se vad banken har för finansiella förutsättningar i framtiden. Detta nyckeltal faller under kapitaltäckning i bankens årsredovisning.

Räntabilitet på eget kapital

Räntabilitet på eget kapital är ett nyckeltal som visar om banken har en marknadsmässig avkastning på eget kapital. Räntabiliteten ska täcka kostnaden för att satsa pengar och kostnad för eventuell risk med den satsningen. Nyckeltalet visar förhållandet med bankens årliga resultat och dess egna kapital.

Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgrad är ett nyckeltal som visar bankens finansiella struktur. Det baseras på skulder och eget kapital.

Soliditet

Soliditet är ett nyckeltal som visar banken betalningsförmåga på lång sikt. Det visar också den finansiella styrkan.

4.4 Intervjudel

4.4.1 Presentation av våra respondenter samt företag

Nedan presenterar vi de företag vi valt att använda till vår empiri och de respondenter som svarat på våra intervjufrågor. Svaren har vi fått in genom e-mail, telefon och personligt möte.

4.4.2 Swedbank Corporate Finance

- Markus Hultberg

Swedbank Corporate Finance ingår i Swedbank Markets som är en av Sveriges, Norges och Baltikums största investmentbanker. De har cirka 700 anställda och de arbetar med rådgivning till ägare, styrelser och företagsledning inom; börsintroduktioner, företagsförvärv och avyttring, kapitalanskaffning och övriga ägarrelaterade frågor.

Källa: <http://www.swedbank.se/sst/inf/out/infOutWww1/0,3105,141050,00.html>

4.4.3 Censor AB

- Erik Engnér

Censor AB är ett partnerägt bolag och arbetar med förvärv, fusion och försäljning av mindre och medelstora bolag. De arbetar främst med ägarledda entreprenörsdrivna bolag.

Censor arbetar i så kallade ”transaktionsteam” som består av minst två, ofta tre medarbetare från Censor. En av medarbetarna har rollen som projektledare och de övriga som resurs. Vid behov finns tillgång till legal och skattemässig expertis.

Källa: <http://www.censor.se/sv/omcensor/hurviarbetar.htm>

4.4.4 Avantus

- Peter Waukan

Avantus är en oberoende svensk corporate finance rådgivare som fokuserar på medelstora företagsöverlåtelser och kapitalanskaffningar. Avantus är medlem i M&A International som är en av de äldsta och största internationella organisationerna för företagsförvärv och fusioner med fokus på medelstora företagsöverlåtelser.

Källa: <http://www.avantus.se/corporatefinance>

4.4.5 Länia

- Joacim Vilhelmsson

Länia är en rikstäckande förmedling för företag och näringsfastigheter.

Källa: www.lania.se

4.4.6 Svensk Företagsförmedling

- Bo Waller och Tomas Petterson

Svensk Företagsförmedling är en rikstäckande organisation med ett 40-tal företagsmäklare anställda. De arbetar med små- och medelstora företagsöverlåtelser. Svensk företagsförmedling består av 15 delägare som äger lika många andelar.

Källa: www.svenskforetagsformedling.se

5. Analys

I denna del kopplar vi resultaten av vår undersökning av exempelföretag med teorin som vi redogör för. Vi redogör också resultaten av de intervjuer som vi har gjort med företagsvärderare.

5.1 Fundamental analys av Swedbank 2008

Börsbolagens informationsfunktion är viktig. Information som används i den fundamentala analysen är inte baserad på information från marknaden utan på information från företaget. Börsbolagens ägare blir fler och kravet på att informationen om den ekonomiska ställningen ska bli snabbare och börsmässig ökar.

Vi kopplar teori med praktik genom att granska Swedbanks årsbokslut.

Köpet av en aktie jämför vi på ett förenklat sätt med köpet av ett företag även om det i realiteten handlar om att köpa en mycket liten del av ett företag.

Att marknadsföra en aktie är att skapa förväntningar för en framtida vinst. Att investera i en aktie innebär förväntningar om en tillväxt av det investerade kapitalet. Enda sättet för att få tillväxt av det investerade kapitalet är om företaget går med vinst. Därför måste den information som ges till allmänheten granskas kritiskt.

Den som är ansvarig för informationen ur ett "Investor Relations" perspektiv i ett börsbolag är intresserad av att sköta sitt arbete professionellt. För att den informationen skall vara korrekt måste Investor Relations-ansvarig ta hänsyn till en rad faktorer. Dessa faktorer kan beskrivas med Jakobsons analys modell.

Modellen beskriver de fyra områden som marknaden tar hänsyn till i sin värdering.

Dessa områden är :

Aktiemarknadens sentiment

Investorerna följer investerare. Kallas också "följa John" beteende. Består till stor del av trender och börspsykologi men varierar av tid, bransch och land.

Omvärldsfaktorer

Makroekonomiska variabler som ränta, inflation, arbetslöshet och politik har betydelse.

Tekniska faktorer

Nyemissioner, nyintroduktioner, uppköp och sammanslagningar har betydelse. Dessa fenomen ändrar likviditetsströmmarna. Investerarna tittar också till den enskilda aktiens rörelsemönster, alltså om värdet ökar eller minskar.

Fundamentala faktorer

Företags och finansanalys som baserar sig på historiska data men även på diskonteringar av framtiden. Jämförande analys blir vanligare i takt med internationalisering och marknadstillväxt. Relativvärdering är ett sätt att jämföra företagets nyckeltal med andra företag i samma bransch. Företagsledningen och dess kapacitet granskas i fundamental analys för att bedöma om företaget är kapabelt att leda företaget mot högre lönsamhet. Börsbolagen ska följa ett omfattande regelverk om hur information om företaget skall redovisas men Investor Relations är den instans som väljer vilken information som skall ges ut om företaget. Vi kommer inte att redogöra för regelverket men det är viktigt att tänka på när man analyserar genom information som företaget har producerat eftersom den används av intressenter, analytiker och värderare. (Edenhammar m.fl. 2001)

Fundamental analys

Jakobson modellen och den fundamentala analysen mynnar båda ut i ett mönster och samband för att fastställa ett värde. Olika delar kan lyftas fram och olika delar kan granskas mer eller mindre i båda modeller. Val av del som skall granskas beror naturligtvis på situation.

Strategisk analys

Den strategiska analysen bygger på den information som företaget ger i Jakobsson modellen genom att redovisa för omvärldsfaktorer och marknadens sentiment.

Vi undersöker hur Swedbank presenterar sin situation men vi tittar också på hur situationen utvecklade sig eftersom vi i tidsperspektiv befinner oss längre fram även om Swedbanks årsbokslut 2009 ännu inte finns publicerad.

Branschanalys

Finanskrisen 2007 och framåt tillskrivs banksektorn i USA. Bankerna lånade ut pengar till låntagare som inte hade återbetalningsförmåga för att köpa fastigheter. Bankerna räknade med att skjuta upp på amorteringar och ränteinbetalningar tills det att stigande fastighetspriser skulle hjälpa till att omvandla dessa lån till säkra fodringar.

Detta är en kort förklaring till hur finanskrisen startade men naturligtvis var det en rad olika faktorer som spelade in både politiska och ekonomiska. En orsak var bland annat att den amerikanska finansinspektionen tillät flera amerikanska banker låna ut en större volym än tidigare av det egna kapitalet.

Swedbank har gjort en tidig etablering på den baltiska ukrainska och ryska marknaden för att ta marknadsandelar och vinna stordriftsfördelar. Som läget ser ut i dag så har man exempelvis i Estland c:a 50% av marknadsdelarna på privatmarkanden medan man i Sverige har c:a 25 % av marknadsandelarna på privatmarknaden.

Ett problem för Swedbank är idag att de lettiska bolånekunderna har en belåningsgrad på 143 % av sina fastigheters värde efter det kraftiga prisfallet. En stor del av kreditförlusterna för Swedbank ligger i denna del.

När man läser i 2008 år redovisning så säger Swedbank att inom Norden har Swedbank Robur en stark position som fondförvaltare och det gäller att hålla den nivån genom att ge en god avkastning.

För att behålla positionen så är det viktigt att utveckla nya produkter.

Den yngre kundgruppen är mer intresserad av att placera sina pengar i fonder som är ansvarsmedvetna och klimatsmarta. Inom Swedbank finns det sedan tidigare en grupp som arbetar med att hitta alternativ som är etiskt korrekta och miljömedvetna.

Ytterligare ett område som är viktigt är liv och pensions området. Intresset för nya pensionsprodukter fortsätter att öka. I och med att vi uppmanas att ta egna initiativ för att trygga vår pension så skapas paketerbjudanden både till privat och företagskunder. Under den närmaste framtiden kommer Swedbank att lansera ett antal sådana nyheter.

Inom branschen finns också intresse för produkter som inte är knutna till aktiemarknaden som exempelvis hedgefonder. Bland annat har flera kommuner beslutat att flytta sina aktieposter till dessa fonder för att undvika den fluktuation som aktiemarknaden ger.

Konkurrensanalys

Swedbank har startat en kampanj man kallar för ”pensionkollen”. På så vis hoppas banken locka till sig kunder som annars hade gått förlorade till andra bolag.

Swedbanks skriver i sin årsredovisning att banken inte kommer att utöka sina affärsområden. Istället är banken intresserad av att öka lönsamheten i den nuvarande verksamheten. Det är man förmodligen tvingad till eftersom den baltiska satsningen inte kan betraktas som lyckad. Swedbank skriver i sin årsredovisning att ”baltiska marknaden har mognat och har gått in i en fas av strukturell lägre tillväxt”.

Banken har också under den senaste tiden minskat antalet bankkontor. Dels har banken sålt ut befintliga kontor till fristående sparbanker och dels har man lagt ner kontor.

Swedbank har startat ett samarbete med engelska Barclay Bank för att stimulera till kortanvändning istället för kontantanvändning.

Swedbank har också infört ett system för att göra internationella transaktioner säkrare - Sepa credit transfer.

Samarbete med utländska banker och nya transaktionssystem har naturligtvis betydelse för affärskunderna.

Utvecklingen med nya produkter som till exempel pensionskollen och neddragningen av bankkontor har betydelse för privatkunder istället. Om banken drar ner på bankkontor så ger det utrymme för att kunderna söker sig till andra banker.

Redovisningsanalys och Finansiell analys

Redovisningsanalysen och senare också finansieringsanalysen är den del av den fundamentala analysen som kan ses som en kombination av tekniska faktorer och fundamentala faktorer i Jakobson modellen.

Det är viktigt i redovisningsanalysen att granska de olika räkenskapsåren och speciellt undersöka negativt resultat eller extraordinära poster. Även tillgångar som avviker från

föregående års siffror ska studeras noggrannare. I Swedbanks fall kan man konstatera att banken år 2008 har gjort en nedskrivning av goodwill med 1 403 000 kr, en sådan nedskrivning finns inte redovisas tidigare år. Swedbank har också gjort omstruktureringar av sina bankkontor. En del har sålts ut. I noterna kan vi se att den realisationsvinsten uppgår till 1 400 000 kr. En sådan intäkt finns inte heller redovisade tidigare år. Vi ser också när vi studerar årsredovisningarna att banken år 2008 gjorde kreditförluster med 3 156 000 kr, detta är en avsevärd högre siffra än tidigare år. Utlåningen till allmänheten har ökat stadigt de senaste fem åren.

(Swedbank årsredovisningar)

Swedbank	2008	2007	2006	2005	2004
K/I-tal	0,50	0,51	0,52	0,48	0,55
Kreditförlustnivå	0,28	0,07	-0,02	0,04	0,07
Placeringsmarginal	1,28	1,25	1,23	1,38	1,44
Kapitaltäckningsgrad	15,2	12,7	9,80	9,70	11,60
R_e	17,10	18,90	19,30	24,60	21,80
Skuldsättningsgrad	19,95	22,54	21,45	21,23	20,59
Soliditet	4,77	4,25	4,44	4,50	4,63
Resultat per aktie	21,95	21,78	19,75	21,56	16,70

Källa: Egen bearbetning av Swedbanks årsredovisningar

K/I-talet visar bankens lönsamhet och deras ställning på marknaden. Ju högre lönsamhet ju lägre K/I värde. Ett K/I värde på 50 % visar att intäkterna är dubbelt så stora som kostnaderna. I Swedbanks fall ser vi att K/I har sjunkit från år 2004 till år 2008 med 5 procent, vilket betyder bättre lönsamhet. Värdet har även varit varierande under åren och därför blir framtidens värde svårt att urskilja.

Kreditförlustnivån visar hur mycket kreditförluster det finns i förhållande till utlånat kapital. Ju högre nivå desto högre kreditförluster finns det. Swedbank har mellan år 2007 och 2008 ökat nivån drastiskt med 21 % detta beror på den aktuella finanskrisen. För att Swedbank ska kunna minska sina kreditförluster för eventuellt kommande lån måste de minska den totala utlåningen och detta utförs genom att de höjer utlåningsräntan.

Placeringsmarginal bör vara så hög som möjligt, måttet visar hur hög avkastningen är på placeringarna. Detta mått bör ligga runt 2 % för att visa att banken har en god möjlighet att få avkastning på placeringen. Swedbank visar en jämn placeringsmarginal mellan 1,44-1,28 %.

Kapitaltäckningsgraden visar bankens framtida finansiella styrka och måste enligt lag ligga på minst 8 % för att banken ska kunna fortsätta sin verksamhet. (Sveriges riksdag 2006).

Swedbanks kapitaltäckningsgrad har ökat under det senaste året vilket är positivt för framtiden.

Räntabiliteten på eget kapital (R_e) baserar på det totala kapitalet och det egna kapitalet, den utvisar bankens lönsamhet. Måttet kan också utläsas som aktieägarens avkastning i förhållande till det kapital han har satsat. R_e bör vara hög i förhållande till bankränta för att täcka den eventuella riskpremien. Swedbank har under de senaste åren visat sämre resultat och minskat sin lönsamhet. Detta bidrar till Swedbanks lönsamhet inför framtiden inte ser lovande ut.

En låg skuldsättningsgrad gör en bank finansiellt starkt och en hög skuldsättning visar att den procentuella avkastningen på eget kapital ökar så snart tillgångarnas avkastning överstiger skuldräntan. Swedbank visar en låg skuldsättningsgrad vilket visar att banken har en finansiell styrka och en lägre riskfaktor.

För att se bankens finansiella styrka på lång sikt används nyckeltalet soliditet, den visar bankens betalningsförmåga. Swedbank visar en stabil och jämn soliditet runt 4,5 % vilket är bra mot kommande kriser för banker.

Lönsamhetsmåttet vinst per aktie eftersträvar ett högt resultat. Ur aktieägarnas synvinkel önskas ett relativt högt värde på nyckeltalet då vinsten per aktie ger ett högre värde på aktien. Vinst per aktie kan påverkas av två grundläggande faktorer, årets resultat samt antal utestående aktier. De utestående aktierna kan i sin tur påverkas av banken genom nyemissioner och återköp av dess egna aktier. Vid en nyemission minskas vinsten per aktie men vid återköp ökar värdet på aktierna.

(Externredovisning B, Högskolan Väst 2008)

Under 2008 tas beslut om att Swedbank skall genomföra en nyemission. Det vill alltså säga att aktieägarna skall fylla på det egna kapitalet 5.4 miljarder kronor. Styrelsen tar beslut om att ingen utdelning ska ges till aktieägarna.

5.2 Kassaflödesanalys

Kassaflödet är det belopp som företaget kan överföra till sina aktieägare utan att avstå från framtida tillväxt. Den faktiska utdelningen bestäms av ledningen och kan vara mindre än det genererade kassaflödet. Företagets kassaflöde kan beräknas enligt följande moment:

	Koncern				
	2008	2007	2006	2005	2004
Årets kassaflöde mkr	-46 967	16 338	-5597	8685	20915

Källa: egen bearbetning Swedbank årsredovisningar år 2004 – 2008.

Swedbanks kassaflödesanalys finns uppdelat i tre olika delar:

Kassaflöde från den löpande verksamheten

Kassaflöde från investeringsverksamheten

Kassaflöde från finansieringsverksamheten

Kassaflödets ingående balans är 100 763 mkr under 2008 och har nästan halverats till 57 707 vid årets slut.

Den första delen innefattar den löpande verksamheten där minskad utlåning till allmänheten redovisas. Minskningen mellan år 2007 till 2008 är 69 886 mkr men det har även skett minskningar tidigare år. Investeringar som har skett i Baltikum och Ukraina kan varit ett försök till att uppväga denna nedgång. Swedbanks löpande verksamhet visar ett positivt resultat på 46 953 mkr detta beror på ökade skulder till kreditinstitut.

Kassaflödet från investeringsverksamheten visar att Swedbank har minskat sina nyinvesteringar och de har sålt av delar av sin verksamhet.

Kassaflödet från finansieringsverksamheten visar att banken har gjort nyemission och varit i behov av att fylla på sitt egna kapital. 2008 års kassaflöde är betydligt lägre än tidigare år.

Från ett femårsperspektiv så visar kassaflödesanalysen att under 2006 gjorde Swedbank betydande kontantinvesteringar i Baltikum och Ukraina och därav den nedgång som 2006 redovisar. För övrigt så har kassaflödet ökat innan 2008.

5.3 Värderingsmodeller

5.3.1 Relativ värdering

Den relativa värderingen används för att göra en jämförelse med andra banker i Sverige.

2007	Swedbank	SEB	Handelsbanken
K/I-tal	0,51	0,57	0,46
Kreditförlustnivå	0,07	0,09	0,002
Placeringsmarginal	1,25	0,75	0,86
Kapitaltäckningsgrad	12,70	11	16,90
R_e	18,9	18,95	22,04
Skuldsättningsgrad	22,54	29,56	23,96
Soliditet	4,25	3,27	4,01
Resultat per aktie	21,78	20,0	24,87

2008	Swedbank	SEB	Handelsbanken
K/I-tal	0,50	0,62	0,44
Kreditförlustnivå	0,28	0,25	0,09
Placeringsmarginal	1,28	0,77	0,96
Kapitaltäckningsgrad	15,20	10,60	16
R_e	17,10	12,53	16,23
Skuldsättningsgrad	19,95	27,05	27,80
Soliditet	4,77	3,57	3,47
Resultat per aktie	21,95	14,68	19,46

Källa: Årsredovisningar

Studien av nyckeltalen från konkurrerande banker visar att branschen har samma förutsättningar. Det är inte bara Swedbank som befinner sig i kris.

Swedbank aktievärde 2008



(www.avanza.se)

5.3.2 Substansvärde metoden

Det är svårt att urskilja hur framtiden kommer att se ut genom nyckeltalen. I Sverige så kan man inom kort vänta sig ett nytt regelverk för bank och finansverksamhet. En trolig förändring är krav på ett högre eget kapital i balansräkningarna per utlånad krona. Detta kommer att sänka lönsamheten. Swedbank är bra rustat för det eftersom banken har genomfört nyemissioner och arbetat för en minskad balansräkning med bland annat nedskrivningar av immateriella tillgångar. Detta innebär att Swedbank har en god kapital täckningsgrad och att banken kan bära fortsatta kreditförluster.

Det som är positivt är att kapitaltäckningsgraden stiger vilket betyder att risken för att Swedbank ska göra ytterligare nyemissioner eller sälja sina tillgångar minskar. Det negativa med att kapitaltäckningen ökat är att även Swedbank minskat sin volym, de har minskat utlåningen vilket betyder att det krävs mindre reserver för att höja kapitaltäckningen.

Vad som däremot talar mot Swedbank i detta fallet är de stora kreditförluster som man har gjort och fortfarande gör i bland annat Baltikum och Ukraina.

Framtiden ser osäkert ut på grund av riskerna i Baltikum och Ukraina. Troligtvis blir 2009 förlust, vinst beräknas komma igen 2011, 4 kronor /aktie, p/e 12.

Det är troligtvis också att Swedbank har värdelösa tillgångar som behålls till gammalt värde trots att det verkliga marknadsvärdet är litet eller inget. Dessa tillgångar går varken att sälja eller skriva av utan att en ytterligare större förlust redovisas.

Svenska staten har genom statens garantiprogram gjort att investerare känner sig lugnade. Swedbank ansökte om deltagande 2008.

Den svenska staten garanterar inte bara alla bankinsättningar utan garanterar också bankernas egna lån med 100 %. Banken ser fram emot att kunna låna upp kapital utanför detta program då det ger bättre lånevillkor för banken och en bättre förtjänst.

Idag finns det många företag som inte anses kreditvärdiga och kommer att gå i konkurs på grund utav att ingen vill låna ut pengar när det är dags att nyinvestera efter lågkonjunkturen. Detta scenario kommer inte den svenska bankbranschen att drabbas tack vare statens garantiprogram.

Trots att Swedbank har gjort mycket för att redovisa en förbättrad situation så kan man inte sia om när den finansiella krisen helt är slut för denna gång.

Den svenska kronan är fortfarande relativt stark och upphäver den kreditförlust som man gör i Balkan ännu så länge.

Under 2008 så var en akties högsta pris 182 kronor och det lägsta pris 43 kronor.

Om vi tittar ser på börsen idag, 2009, så anses Swedbank vara en billig men riskfylld aktie. Det finns fortfarande för många frågetecken om framtiden. Botten borde dock vara och kurvan pekar försiktigt uppåt.

5.3.3 Avkastningsvärdering

Siffrorna för 2008 visade en tillväxt på uthållig vinst men vi vet att siffrorna för 2009 visade annorlunda. Uthållig tillväxt är uträknad från ett historiskt perspektiv och visar på ett positivt resultat. Under 2008 var det inte beräknad någon utdelning till ägarna och under 2009 kommer det knappast delas ut någon vinst. Ett av målen som finns redovisade i Swedbanks årsredovisning var att öka bankens resultat. I dags dato vet vi inte hur bokslutet för 2009 ser ut men det är inte troligt att aktieägarna kan förvänta sig någon utdelning. Det är också troligt att bland annat bonusavtal för bankens anställda kommer att regleras av lagstiftningen i framtiden och då finns det många frågetecken om hur vinsten kommer att redovisas.

5.4 Intervju

Nedan presenteras och analyseras de svar vi fått in under våra intervjuer.

5.4.1 Fundamental analys och Due diligence i praktiken

Vi började vår intervju med en fråga om val om tillvägagångssätt och om fundamental analys och Due diligence är något som används i praktiken. Här fick vi liknande svar från alla respondenterna de använder sig både av fundamental analys och Due diligence. Länia har exempelvis ett internt dokument som bygger på den fundamentala analysen och som används som mall vid värderingar. Genom svaren fick vi klarhet över hur Due diligence används och insåg att Due diligence kompletterar en fundamental analys. Enligt Erik Engnér från Censor kan Due diligence jämföras med en besiktning av ett hus. Due diligence utförs när köpare och säljare kommit väldigt nära varandra och är överens om priset. Om köparen hittar fel och brister i Due diligence så kan det leda till ett lägre bud eller alternativt att köparen tackar nej till affären.

I den fundamentala analysen lägger olika respondenter tyngdpunkten på olika delar. Bo Waller från Svensk Företagsförmedling underströk vikten av återbetalningstid till finansärer när man köper oftast är 3-5 år detta innebär att man som köpare måste veta att företaget kan finansiera köpet under den tidsintervallen.

Erik Engnér sammanfattar den inledande frågan med ”I våra värderingar handlar det lika mycket om att göra en värdering som att underbygga denna värdering och skapa underlag och argument som försvarar det bedömda företagsvärdet”

5.4.2 Värderingsmodeller som används i praktiken

Vilka värderingsmodeller som används i praktiken är varierande beroende på fall, eftersom varje värdering är unik. Markus Hultberg från Swedbank beskriver exempelvis att det inte är lämpligt att värdera ett internetbolag som har en relativ hög omsättning och vinst men förhållandevis liten balansräkning med substansvärdering. Han uttalar även att värdering av banker och försäkringsbolag inte värderas med traditionell kassaflödesmetod, utan att denna modell behöver anpassas för sådana bolag. Utöver kassaflödesmetod är relativvärdering också

en central värderingsmetod, vilket han belyser är synnerligen viktigt för att jämföra vid exempelvis företag som skall introduceras på börsen där marknadens syn är viktig.

5.4.3 Fördelar och nackdelar med värderingsmodeller

Det finns fördelar och nackdelar med alla värderingsmodeller. Markus Hultberg på Swedbank påpekar att DCF modellen har ett framtidsperspektiv och substansvärdeometoden har ett dagsläge perspektiv och värderingsmetod alltid måste väljas med beaktande för vilka förutsättningar som är gällande och för vilka ändamål som värderingen genomförs. Joacim Vilhelmsson på Länia påpekar att oavsett modell så är värdering en subjektiv bedömning av företaget och dess möjligheter, ett exempel är val av kalkylränta

5.4.4 Inför en värdering

Inför en värdering utgår respondenterna från samma inhämtningsprocess. De använder sig av ekonomisk grunddata, historiskt och med framtidsperspektiv, marknads- och branschrapporter, konkurrenssituationer. En viktig punkt är att lyssna på vad säljaren har att berätta om sitt företag för att få fram dolda värden.

5.4.5 Svårigheter med värdering

Problem och svårigheter som dyker upp vid en värdering kan vara bedömningen av den framtida utvecklingen att göra rimliga antaganden detta säger respondenten Peter Waukan från Avantus. De övriga respondenter svarar liknande på dessa frågor.

Det händer ofta att köpare och säljare har olika åsikter vid en värdering, det hör till naturen att personer har olika uppfattningar. Markus Hultberg förklarar att en part kan vara benägen att betala mer om större synergier existerar än en part som inte kan tillgodogöra sig synergier.

5.4.6 Objektivitet

Vi ställde frågan om hur de ser på objektivitet. Objektivitet kan ha olika innebörd och respondenterna svarade därav olika på denna fråga. En företagsvärdering är ingen exakt vetenskap men den måste tåla en granskning.

5.5 Subjektivitet

Det finns några punkter som gör att värderingsmodellerna måste korrigeras och speciell hänsyn måste tas.

- Immateriella tillgångar gör traditionella värderingsmodeller värdelösa.
- Kassflödesanalyser är missvisande för företag som investerar. Värderingsmodellerna borde vara mer situationsberoende.
- Marknadsränta är missvisande för företag. Mer korrekt att använda företagets kalkylränta. Branscher kan skilja sig från mängden och därav missvisande värde.
- Det är svårt att förutse eventuella vinster i framtiden. Det förutsätter att trender kan förutspås och att de slår in.

6. Slutsats

I detta kapitel redovisar vi slutsatser för studiens problemformuleringar, dessa slutsatser grundar sig på vår analysdel.

6.1 Hur går en företagsvärdering till?

- **Används fundamental analys i praktiken?**
- **Vilka värderingsmodeller används?**

I vår litteratur har vi följt steg för steg hur man genomför en företagsvärdering. Vi har följt förvärsprocessens olika steg. Den fundamentala analysen består kortfattat av tre stora delar; analysdelen, proformadelen och värderingsdelen.

Utifrån de svar som våra respondenter har gett så vet vi att de i huvudsak följer de teorier som finns. De anpassar teorin efter verkligheten eftersom varje företag är unikt.

Såhär i efterhand kan vi kritiskt säga att de svar vi fick kan ha berott på hur vi ställde frågorna. Vi utgick helt enkelt från de teorierna som vi uppfattade som de mest använda i Sverige. Å andra sidan så fick vi samma svar när vi ställde ”öppna frågor” vid personliga intervjuer.

En av våra respondenter underströk att även om företagsvärdering är en fråga om antaganden så måste det finnas en akademisk utgångspunkt för antaganden. Det måste finnas en grund för vad man sätter för värden. Ett företag är inte fint eller fult. Det är lönsamt eller icke lönsamt. Samma sak gäller för värderingsmodellerna. Kanske i ännu större grad än för analysmetoderna. Här har företagsvärderarna att ta hänsyn till olika branscher bland annat.

6.2 Var ligger svårigheterna med en företagsvärdering?

Det framtida perspektivet är trots allt ett antagande om något som ingen egentligen kan vara riktigt säker på. Det är ingen absolut vetenskap. Trots detta är en värdering något som skall hålla för en granskning även i framtiden. Ett av kriterierna för att värderingen skall hålla för granskning är objektiviteten. Men svårigheten med objektiviteten är att den påverkas i första

hand av faktorer som värderas subjektivt. Redovisningen och dess underlag är ofta subjektiva. Exempel på detta är ränta och företagets avkastningskrav.

En av våra respondenter var noga med att understyrka att en värdering är som ringar på vatten. Den stannar absolut inte bara hos en eventuell köpare utan kommer troligtvis att hamna både hos banker och institut som exempelvis Almi.

Rätt värderingsmodell för rätt företag är svårt att hitta. Varje företag är unikt och därför behöver en anpassning av modellerna göras för varje företag..

Swedbank Årsredovisning

Det är inte troligt att det går att fastställa ett företagsvärde bara genom att studera en årsredovisning.

Det krävs samlad kunskap som bransch och konkurrensexpertis bidrar med. Det krävs också djupgående analys av samhället och del av världen där företaget befinner sig. Den expertkunskap som krävs ser olika ut för olika företag.

Teorin kan inte följas utan att det krävs justeringar.

6.3 Vidareforskning

En vidare fördjupning av ämnet är att undersöka företagsvärdering ur ett goodwill perspektiv. Med större kunskap om immateriella tillgångar så skulle värderingen kunna göras med en modell som tar hänsyn till dessa tillgångar. Vi tror att i framtiden så kommer dessa tillgångar ha en ännu större betydelse i modellerna.

Under våra intervjuer fick vi ta del av respondenternas åsikter om immateriella tillgångar och det var ett område som de flesta tar hänsyn till vid värderingar. Immateriella tillgångar har blivit ett aktuellt ämne under de senaste åren och lagstiftarna har också uppmärksammat ämnet. Vi tror vi på en vidareforskning inom detta område.

Referenser

Litteratur

Backman Jarl, Rapporter och uppsatser, Studentlitteratur, 1998

Behm Georg, Valuation of Innovative companies, Josef Eul Verlag 2003

Black Andrew, Wright Philip, Bachman John E, In search of shareholders value, Price Waterhouse, 1998

Catasús Bino, Jan-Erik Gröjer, Olle Högberg, Johrén Anders, Boken om nyckeltal, Liber AB, 2008

Damodaran, Aswath, Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance, 1994

Frykman David, Tolleryd Jakob, Corporate Valuation, Prentice Hall Financial Times, Pearson Education 2003,

Greve, Jan Modeller för finansiell planering och analys, Studentlitteratur, 2003

Hult, Magnus, Värdering av företag, Liber ekonomi 2003.

Landelius Anders, Treffner Jan, Fokusera på aktieägarvärdet, Ekerlids Förlag, 1998

Link Albert N., Boger Michael B., The art and science of business valuation, Quorum Books, 1999

Merchant Kenneth A. , Van der Stede Wim A. , Management Control System, Prentice Hall 2007

Mc Kinsey & Company Inc, Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack, Valuation – Measuring and managing the value of companies, John Wiley & Sons Inc.2000

Nilsson Henrik, Isaksson Anders, Martikainen Teppo, Företagsvärdering med fundamental analys, Studentlitteratur 2002.

Pereiro Luis E., Valuation of companies in emerging markets, John Wiley & sons Inc.2002

Persson Ingvar, Nilsson Sven-Åke, Investeringsbedömning, Liber Ekonomi 2001

Rienecker Lotte, Jörgensen Stray Peter, Att skriva en bra uppsats, Liber 2008

Sevenius Robert, Företagsförvärv – en introduktion, Studentlitteratur, 2003

Svenska Akademiens ordlista, Norstedst Akademiska förlag, 2006

Thomasson Jan, Extern redovisning och finansiell analys, Liber, 2008

Öhrlings PriceWaterhouseCoopers, Företagsvärdering – översikt av området baserat på erfarenhet. Studentlitteratur 2008.

Artiklar

Porter, Competitive Strategy, 1980.

Elektroniska källor

www.foretagsvardering.org

www.hogia.se

www.avantus.se

www.swedbank.se

www.censor.se

www.lania.se

www.svenskforetagsformedling.se

www.finanstidningen.se

Årsredovisningar år 2004 – 2008

Handelsbanken

SEB

Swedbank

Intervjufrågor

Företagsvärdering

- Vilket tillvägagångssätt har ni vid analys/värdering av företag? Vi har läst om Due diligence och fundamental analys. Är det något som används i praktiken?
- Vilken/Vilka värderingsmodeller använder ni er av?
- Exempelvis: Avkastningsvärdering, Relativvärdering (jämförande värdering), Substansvärdering
- Vilken information är viktig för er inför värderingen? Vilka källor använder ni er utav?
- Finns det några problem som man ska tänka på vid värdering av företag?
- Vart ligger den största svårigheten i att värdera ett företag?
- Har det hänt att köpare/säljare har en avvikande åsikt från er värdering? I så fall i vilken del av värderingen?
- Vilka fördelar/nackdelar finns det med de modeller ni använder?
- Tycker ni att det saknas någonting i de traditionella värderingsmodellerna? I så fall vad?

Objektivitet

- Är det vanligt med flera värderare på ett objekt?
- Är det svårt att vara objektiv?

Vi tar tacksamt emot era egna synpunkter och erfarenheter om företagsvärdering!

Tack på förhand!