Företagsvärdering
Metoder och utfall ur ett finansieringsperspektiv

Författare: Susanne Gålén
Handledare: Thomas Karlsson
Program: Fristående kurs
Ämne: Företagsekonomi
Nivå och termin: C-nivå, HT-2009
Handelshögskolan BBS
Förord


Jag vill här framföra mitt tack till alla i min omgivning som stått ut med mitt infall, att mitt i livet återigen sätta mig i skolbänken. Mycket har jag gjort det för att bli ännu bättre i mitt yrke, men det hade naturligtvis aldrig blivit av om jag inte tyckte det var roligt. Tyvärr är tiden ännu mer begränsande när man är lite äldre student, dessutom tar det lite längre tid att lära sig nya saker. Detta vägs upp av den livs- och yrkeserfarenhet man skaffar sig i livets skola.

Jag vill även tacka kurskamrater som inspirerat till nytänkande, och särskilt tacka vår handledare Tomas Karlsson, som utan pekpinnar hjälpt oss att komma fram med våra uppsatser, på vårt eget sätt, men inom uppställda ramar.

Linnéuniversitetet i Kalmar, 2010-01-09

Susanne Gålén
Sammanfattning

Titel: Företagsvärdering; metoder och utfall ur ett finansieringsperspektiv

Författare: Susanne Gålén

Kurs: Företagsekonomi C 61 – 90hp

Institution: Ekonomihögskolan i Kalmar

Handledare: Thomas Karlsson


Metod: Jag har i denna uppsats valt en kvalitativ metod med insamling av befintlig data i form av vårderingar och bokslut.

Resultat: Den vanligaste metoden som används vid professionell vårdering är enligt min uppfattning kassaflödesvärdering med DCF-teknik. Detta stöds i uppsatsen av litteratur och avhandling gjord av Per Flöstrand vid Uppsala universitet. De undersökande bolagen klarar i 50% av fallen att finansiera ett förvärv via kassaflödet.
Innehållsförteckning

1. **Inledning** .................................................................................................................................5
   1.1 Bakgrund .....................................................................................................................................5
   1.2 Problemdiskussion .......................................................................................................................6
   1.3 Problemformulering ....................................................................................................................6
   1.4 Syfte ...........................................................................................................................................6
   1.5 Avgränsning och målgrupp .......................................................................................................7

2. **Metod** .........................................................................................................................................8
   2.1 Forskningens förhållningssätt .................................................................................................8
   2.2 Angreppssätt ...........................................................................................................................8
   2.3 Datainsamlingsmetod .............................................................................................................9
   2.4 Metod- och källkritik ...............................................................................................................9

3. **Referensram** ...........................................................................................................................11
   3.1 Litteraturstudier ........................................................................................................................11
   3.1.1 Inledning ................................................................................................................................11
   3.2 Värderingsmetoder ..................................................................................................................12
   3.2.1 Strategisk analys ................................................................................................................13
   3.2.2 Redovisningsanalys ...........................................................................................................14
   3.2.3 Finansiell analys ...............................................................................................................14
   3.2.4 Avkastningsvärdering ........................................................................................................14
   3.2.5 Substansvärdering ............................................................................................................18
   3.2.6 Multipelvärdering .............................................................................................................18
   3.2.7 Due Diligence ...................................................................................................................19
   3.3 Sammanfattande bild Företagsvärdering med fundamental analys .......................................20
   3.3 Värderingsmetodernas användning.........................................................................................21

4. **Empiri** .....................................................................................................................................22
   4.1 Inledning ...................................................................................................................................22
   4.1.1 Företag 1 ..........................................................................................................................24
   4.1.2 Företag 2 ..........................................................................................................................25
   4.1.3 Företag 3 ..........................................................................................................................26
   4.1.4 Företag 4 ..........................................................................................................................27
   4.1.5 Företag 5 ..........................................................................................................................28
   4.1.6 Företag 6 ..........................................................................................................................29
   4.1.7 Företag 7 ..........................................................................................................................30
   4.1.8 Företag 8 ..........................................................................................................................31
   4.1.9 Företag 9 ..........................................................................................................................32
   4.1.10 Företag 10 .....................................................................................................................33
   4.1.11 Företag 11 .....................................................................................................................34
   4.1.12 Företag 12 .....................................................................................................................35
   4.2 Analys ......................................................................................................................................36

5. **Slutsats** ....................................................................................................................................38
1. Inledning

Detta kapitel handlar om bakgrunden till uppsatsen med egna erfarenheter som grund. Problemdiskussionen och problemformulering utreds, syfte samt avgränsning beskrivs.

1.1 Bakgrund


Värderingar utförs av flera olika aktörer på marknaden. De senaste åren har flera uppmärksammat det stora antalet fytiotalistar som äger företag. Dessa närmar sig pensionsåldern och därmed också någon form av generationsväxling. Uppmärksamheten kring detta fenomen har gjort att flera ser affärsmöjligheter i att hjälpa till vid överlåtelser. Följaktligen har flera olika aktörer etablerat sig på marknaden. Samtliga större revisionsbolag har numera egna avdelningar som bara sysslar med företagsöverlåtelser.

1.2 Problemdiskussion
Som företagsrådgivare på bank ställs jag inför problemet att värdera den värdering som är gjord, om det alls finns någon. Allt som oftast finns ingen mäklare inblandad i processen utan köpare och säljare har kommit i kontakt med varandra ändå.


1.3 Problemformulering
Utifrån ovanstående problemdiskussion kommer följande frågor studeras och försöka besvaras:

- Vad är teorin bakom/hur beräknas etablerade företagsvärderingar?
- Utifrån gjorda värderingar, eller fastställda köpeskillingar, hur ser företagets kassaflöde ut 1-5 år efter?
- Ur ett finansieringsperspektiv, har det varit möjligt att finansiera köpeskilling eller värdering med hjälp av kassaflödet?
- Skiljer sig avvikelmerna mellan fastställda köpeskillingar och värderingar åt?

1.4 Syfte
Tanken med denna uppsats är att få en djupare förståelse för företagsvärdering. Dessutom vill jag studera hur fastställ köpeskilling/värdering stämmer med bolagets utveckling de närmaste åren efter. Ansatsen kommer att vara finansiell, dvs har det varit möjligt att via resultatet betala en förvärvskredit på hela värderingen.
1.5 Avgränsning och målgrupp

Eftersom det är svårare att värdera ägarledda bolag med omsättning under 100 Mkr, är det dessa jag kommer att studera. Jag kommer bara att studera onoterade aktiebolag, geografiskt finns bolagen över hela Sverige.

Målgruppen för uppsatsen kan antas vara alla som kommer i kontakt med företagsöverlåtelser, exempelvis banker, företagsmäklare och revisorer.
2. Metod

Detta kapitel handlar om vilken forskningsmetod och arbetssätt jag valt. Det beskriver också vilket urval som gjorts samt hur information har samlats in.

2.1 Forskningens förhållningssätt


2.2 Angreppssätt

2.3 Datasamplingsmetod


För att kunna göra den empiriska studien av företagsvärderingar och studera hur dessa stämmer med efterföljande år, har jag studerat företagsöverlåtelser samt värderingar gjorda av Swedbank företagsförmedling. De värderingar jag studerat från Swedbank företagsförmedling har samtliga beställare lämnat sitt samtycke till min tillgång till värderingarna. I uppsatsen har dock dessa anonymiserats då det inte är av värde för studien att veta vilka bolag det gäller. Det är i stället metoderna för företagsvärdering och hur väl dessa stämmer med verkligheten jag vill studera.

För att se hur utfallet varit efter en värdering/försäljning har jag beställt företagens bokslut från Bolagsverket, upp till fem år. Detta är officiella handlingar. Eftersom jag har samlat in redan färdig data, används beskrivande statistik i bearbetningen.

2.4 Metod- och källkritik


Jag är medveten om att det är begränsande att bara studera värderingar från Swedbank företagsförmedling. Det optimala hade varit att ta del av flera företagsmäklares värderingar från ungefär samma tid. Detta för att se vilka metoder de använder. Detta har dock inte varit möjligt med tanke på oviljan att släppa ifrån sig värderingar. De andra företagen jag studerat, med fastlagd köpeskilling, utan värdering, skulle kunna vara från vilken källa som helst, men informationen kommer från Swedbank som jag jobbar i. Finns det någon skillnad här bör det inte bero på vilken bank kunden har.

I referensramen har jag studerat litteratur och internet. Internetsidan www.företagsvärdering.org har fått stor betydelse för dess pedagogiska framställning hur värderingar utförs. Vilka som står bakom denna sida är oklart, men de beskriver sig själva som två herrar med stor kompetens och
erfarenhet på området. De beräkningar de gjort stöds av litteraturen, varför jag valt att ta med deras internetsida.

Litteraturen har främst varit på svenska. När det gäller värderingsmetoder har jag verifierat den svenska litteraturen med mer etablerad engelsk litteratur så till vida att jag jämfört formler, modeller och analysmetoder.
3. Referensram

Detta kapitel behandlar vilka etablerade teorier och metoder som används inom företagsvärdering.

3.1 Litteraturstudier

3.1.1 Inledning

Vid företagsvärdering är ansatsen till värdering avgörande, för vem och i vilket syfte görs värderingen? Orsakerna kan vara flera, köp eller försäljning, samgående, underlag för incitamentsprogram, underlag för extern finansiering, arvskifte mm. Svårigheterna i värderingen ligger i bedömningen av det framtida överskottet. Det överskott som genereras ska spegla avkastningskravet med hänsyn till risken att överskotten inte infrias.

Skillnad finns i begreppen värde och pris vilka sällan överensstämmer. Priset grundar sig på en värdering men innehåller kompletterande variabler, exempelvis villkor och synergieffekter, och är en förhandlingssak mellan köpare och säljare. (Öhrlings, 2007)

Ett typexempel på svårigheterna att värdera, och hur man värderar, är flera försäljningar inom IT-sektorn den senaste tioårsperioden. Enligt min uppfattning har priset på dessa företag många gånger grundat sig på förväntningar om otrolig tillväxt, detta i en bransch utan historiska belägg för kalkyler och nyckeltal. I traditionell värdering är osäkerhetsfaktorn om framtida utveckling en variabel som drar ned priset, i dessa företag verkar det inte påverkat. Jag har i denna uppsats inte studerat detta fenomen närmare, det är bara min uppfattning, utan vetenskaplig grund, att dessa försäljningar varit utanför det normala.


Jag har i min inledning påpekat att värderingar skiljer sig ofta åt. Författarna till litteraturen jag nu läst i ämnet håller i de flest fall med. Det är skilda skäl till olika värderingar där de främsta är vilken intressent som gör värderingen, eller beställer den, och i vilket syfte värderingen görs. Dock skiljer sig Magnus Hult från detta, han menar i sin bok ”Värdering av företag” (1993) att det finns ett objektivt värde där de flesta värderingar hamnar inom. Detta då värderingarna utgår ifrån samma antagande, exempelvis att det är för en köpare räkning värderingen görs, säljaren ska pensioneras samt att köparen är en privatperson och har för avsikt att driva företaget under längre tid. Med dessa grundläggande konstateranden blir värderingen relativt lika. Andra faktorer som spelar in för värderingen är värderarens samlade erfarenhet, utbildning och frekvens i värderingar, och det är här, enligt min uppfattning, den största skillnaden i olika värderingar finns.

3.2 Värderingsmetoder


Fundamental analys kan delas upp i tre olika områden. Redovisningsanalysen studerar företagets redovisningsprinciper, den strategiska analysen ska visa vilken omsättning företaget kan förväntas nå, och den finansiella ska visa hur detta görs på ett effektivt sätt, vilka investeringar som krävs och hur den finansiella strukturen ska se ut. (Nilsson m.fl, 2002) (Palepu m.fl. 2007)
De tre analyserna mynnar ut i proformaberäkningar, dvs vilka möjligheter företaget har i framtiden och hur resultat- och balansräkning förväntas se ut de närmaste åren. Det är dessa beräkningar som ligger till grund för värderingar som görs. (Nilsson m.fl., 2002)

Sist i kapitlet visas en egenkomponerad schematisk bild från fundamental analys till överenskommel dels pris.
3.2.1 Strategisk analys

Strategisk analys är ett försök att hitta framgångsfaktorer i företaget, liksom vilka risker som går att identifiera. Man studerar branschen företaget verkar i och hur företaget förhåller sig till konkurrenter. För att kunna identifiera vinstmöjligheter och risker i den strategiska analysen behöver man göra en bransch- och konkurrentanalys.

Michael Porters Competitive strategy blir här tillämpbar. Porter menar att det finns fem faktorer som påverkan möjligheten till och storleken på vinst:

- **Graden av konkurrens mellan företag i branschen.** I tillväxtbranscher behöver företagen inte ta marknadsandelar för att växa, det finns fler potentiella köpare att sälja till. Branscher som befinner sig i mognadsstadiet däremot är konkurrensen hård, företagen kan växa enbart genom att sälja till konkurrenternas kunder. I dessa fall dumpas ofta priserna och lönsamheten sjunker. Möjligheterna att samordnade priser, differentierade produkter och stordriftsfördelar bör också analyseras.
- **Hot från nya aktörer.** Överlönsamhet tillåts inte länge i en bransch, nya aktörer etablerar sig fort om inga särskilda inträdesbarriärer finns.
- **Köparnas förhandlingsstyrka.** Standardiserade eller differentierade produkter, högt eller lågt pris, antalet köpare är variabler att titta på. Lågt pris, standardiserade produkter och många köpare leder till hög konkurrens och ofta lägre lönsamhet.
- **Leverantörernas förhandlingsstyrka.** Möjligheten att kunna ta ut prishöjningar från leverantörerna till slutkund varierar i olika branscher.

Om företaget verkar på marknader utanför Sverige bör man även se på följande risker/möjligheter: Sociala och kulturella faktorer, teknologiska faktorer, ekonomiska faktorer och politiska faktorer.

En sammanfattning av den strategiska analysen kan ges i en SWOT–analys. SWOT står för Strength, Weakness, Oppurtunities och Threats, och blir en kvalitativ bedömning av företagets möjligheter i framtiden. (Nilsson m.fl., 2002)

Styrkor och svagheter rör företagets interna förhållanden, medan möjligheter och hot behandlar externa faktorer. Vid analysen går man igenom samtliga faktorer inom respektive kategori. Svårigheten blir att vikta de olika faktorerna som analyseras, hur viktiga är de och i vilka situationer förändras faktorerna? En bakomliggande branschanalys är nödvändig för att SWOT-analysen ska vara relevant. (Nilsson m.fl., 2002)
3.2.2 Redovisningsanalys

Redovisningsanalys är en djupare genomlysning av företagets redovisningsprinciper för att se hur väl redovisat resultat stämmer med det faktiska resultatet. Givetvis svårt och i mångt och oftast en bedömningsfråga. Dock finns vissa saker som lätt kan analyseras, exempelvis tillämpade avskrivningsprinciper i förhållande till verklig livslängd på maskiner/inventarier. Många ägarledda företag vill redovisa så låg vinst som möjligt för att minimera skatten. Inom de lagar och normer som finns kan resultatet hanteras, varför det är av vikt att genomlysa bolaget ordentligt ur ett redovisningsperspektiv för att få ännu mer rättvisande bild än bokslutet. I redovisningsanalysen kan man försöka besvara följande frågor:

- Tillämpar företaget samma redovisningsprinciper som övriga företag i branschen?
- Finns starka incitament att hantera vinsten, bonusar exempelvis?
- Har redovisningsprinciperna nyligen ändrats och i så fall varför?

Följande varningssignaler ska analyseras särskilt:

- Oförklarliga förändringar av redovisningsprinciper
- Enstaka transaktioner som ökar vinsten markant
- Stor ökning av kundfordringar eller varulager i förhållande till omsättningsökning
- Upp- eller nedskrivning av tillgångar

Jämförelsestörande poster bör beaktas. Exempelvis försäljning av fastighet kan ge upphov till hög vinst det året. Vid prognos om framtida vinster kan inte samma fastighet säljas på nytt och överskottet ska därmed interäknas med. (Nilsson m.fl., 2002)

3.2.3 Finansiell analys

Genom nyckeltalsanalyse och kassaflödesanalys på historiska siffror får man fram företagets finansiella känslighet och möjligheter. Detta görs genom att välja ut nyckeltal, se hur de har utvecklats i företaget och jämföra med branschen man verkar i. Justering görs för poster av engångscharaktär och rörelsefrämmande tillgångar (tillgångar som ej behövs för verksamheten) Vanliga nyckeltal som studeras är:

- Kapitalavkastning, kapitalomsättning, marginaler, finansiell ställning, likviditet, tillväxt, kapitalbindning, finansiella tillgångar och skulder, skattesituation, finansiella åtaganden samt specifika nyckeltal för branschen. (Öhrlings, 2007)

3.2.4 Avkastningsvärdering


Eftersom vi diskuterar prognos är det bedömda värden enligt proformaberäkningarna enligt ovan beskrivna fundamentala analys, som beräknas och diskonteras till bestämt avkastningskrav. Centralt i avkastningsvärderingar, oavsett vilket överskott man beräknar, är diskonteringsräntan,
eller avkastningskravet. Denna ska spegla både inflationsskydd och risk för den som satsar kapitalet. Med risk avses både risken att inte proformaberäkningar slår in och förändringar i omvärlden såsom räntor, nya lagar, politiska förändringar mm. (Nilsson m.fl., 2002)

Formeln för avkastningsvärdering är:
Överskott/avkastningskrav = värde
Med överskott om 100 000 kr årligen och avkastningskravet 10% blir värden 1 000 000 kr. Om avkastningskravet i stället är 20% blir värden 500 000 kr. Med samma avkastningskrav men 50 000 kr i överskott blir värden i stället 500 000 kr respektive 250 000 kr. Detta speglar förhållandet mellan avkastningskravet och värden, och får stå som exempel för hur viktigt det är med väl underbyggda prognoser och antaganden. (Nilsson m.fl., 2002)

3.2.4.1 Avkastningsvärdering med hjälp av DCF
DCF står för Discounted Cash Flow, eller diskonterat kassaflöde.
Diskontering innebär att beräkna nuvärde för framtida vinster. P g a inflation kommer inte framtida vinster vara lika mycket värda i nuvarande penningvärde varför man måste diskontera, räkna om, till ett värde idag som motsvarar ett värde i framtiden (Watt, 2008).

Beräkningar av företagets värde görs på det förväntade fria kassaflödet definierat som:
Rörelseresultat efter avskrivningar
- Schablonskatt
+ avskrivningar
- Investeringsar
-/+/ förändring av rörelsekapital
= Fritt kassaflöde


Formeln för WACC (www.foretagsvärdering.org) (Krishna m.fl. 2007):

\[ WACC = \frac{E}{V} \times Re + \frac{D}{V} \times Rd \times (1 - Tc) \]

- E = eget kapital
- V= eget kapital + lånat kapital
- Re = avkastningskrav på eget kapital
- D = lånat kapital
- Rd = låneränta
- Tc = skattesats

Avkastningskravet på eget kapital brukar beräknas som avkastning på riskfri placering (vanligtvis 10-årig statsobligationsränta) samt premie för risk. För mindre bolag läggs oftast en större riskpremie då osäkerheten i verksamheten bedöms vara större. Vilken riskpremie som anses rimlig förändras med bransch, storlek på företaget, osäkerheten i
prognoserna samt över tiden. De värderingar jag studerat gällande mindre bolag har ofta ett avkastningskrav kring 20 % på eget kapital.

Oftast görs beräkningar fem år framåt. Då man antar att företaget kommer att leva vidare även efter det, nuvärdesberäknas även ett slutvärde, ett årligt kassaflöde i evighet. Formeln för att beräkna evigt kassaflöde går under namnet Gordons formel och lyder (www.foretagsvardering.org):

\[ P_0 = \frac{D_1}{k - g} \]

- P= Evighetsvärdet som adderas till DCF modellen, alltså summan av de framtida kassaflödena in i evigheten.
- D= Fritt kassaflöde för det första året som vi inte har en prognos. Alltså, vi vet år 1 tom 5 års prognoser på kassaflödet. År 6 utgår vi från år fems prognos och använder alltså samma värde.
- k = Kapitalkostnad, enligt WACC beräkning
- g = Tillväxttal, oftast samma som BNP tillväxten i tex. Sverige. Ett rimligt tal är mellan 2,5 och 3%

När vi beräknat det fria kassaflödet varje år framåt i fem år, nuvärdesberäknar vi dessa med kalkylräntan (WACC), år för år. (www.foretagsvardering.org):

(fritt kassaflöde år 1)/((1+WACC)^1) och för år 2 ser det ut enligt: (fritt kassaflöde år 2)/((1+WACC)^2) osv.

De nuvärdesberäknade kassaflödena summeras. Slutvärdet enligt Gordons formel läggs till och vi har ett dagsvärde på aktierna i företaget.
Exempel:

DCF - www.foretagsvardering.org

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>2005</th>
<th>2006</th>
<th>2007</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
<th>2012</th>
<th>2013</th>
<th>Steady state</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Omsättning:</td>
<td>2 955</td>
<td>3 568</td>
<td>4 102</td>
<td>4 663</td>
<td>5 222</td>
<td>5 797</td>
<td>6 260</td>
<td>6 698</td>
<td>7 033</td>
<td>7 273</td>
</tr>
<tr>
<td>- förändring i %</td>
<td>21%</td>
<td>15%</td>
<td>14%</td>
<td>12%</td>
<td>11%</td>
<td>8%</td>
<td>7%</td>
<td>5%</td>
<td>3%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Totala kostnader</td>
<td>2 486</td>
<td>3 021</td>
<td>3 496</td>
<td>4 001</td>
<td>4 439</td>
<td>4 927</td>
<td>5 321</td>
<td>5 761</td>
<td>6 119</td>
<td>6 400</td>
</tr>
<tr>
<td>- av omsättning i %</td>
<td>64%</td>
<td>53%</td>
<td>52%</td>
<td>66%</td>
<td>85%</td>
<td>85%</td>
<td>85%</td>
<td>86%</td>
<td>87%</td>
<td>88%</td>
</tr>
<tr>
<td>EBITDA</td>
<td>469</td>
<td>547</td>
<td>606</td>
<td>661</td>
<td>783</td>
<td>869</td>
<td>939</td>
<td>938</td>
<td>914</td>
<td>873</td>
</tr>
<tr>
<td>- EBITDA marginal i %</td>
<td>16%</td>
<td>15%</td>
<td>15%</td>
<td>14%</td>
<td>15%</td>
<td>15%</td>
<td>15%</td>
<td>14%</td>
<td>13%</td>
<td>12%</td>
</tr>
<tr>
<td>Avskrivningar</td>
<td>49</td>
<td>63</td>
<td>75</td>
<td>84</td>
<td>94</td>
<td>104</td>
<td>112</td>
<td>120</td>
<td>126</td>
<td>95</td>
</tr>
<tr>
<td>- av omsättning i %</td>
<td>1,6%</td>
<td>1,8%</td>
<td>1,8%</td>
<td>1,8%</td>
<td>1,8%</td>
<td>1,8%</td>
<td>1,8%</td>
<td>1,8%</td>
<td>1,8%</td>
<td>1,3%</td>
</tr>
<tr>
<td>EBIT</td>
<td>421</td>
<td>485</td>
<td>531</td>
<td>578</td>
<td>690</td>
<td>765</td>
<td>827</td>
<td>818</td>
<td>788</td>
<td>778</td>
</tr>
<tr>
<td>Skatt (20,3%)</td>
<td>111</td>
<td>127</td>
<td>140</td>
<td>152</td>
<td>161</td>
<td>201</td>
<td>217</td>
<td>215</td>
<td>207</td>
<td>205</td>
</tr>
<tr>
<td>Investeringar</td>
<td>79</td>
<td>41</td>
<td>169</td>
<td>76</td>
<td>73</td>
<td>49</td>
<td>40</td>
<td>19</td>
<td>19</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Förändring i förelöpskapitalbehov</td>
<td>145</td>
<td>77</td>
<td>10</td>
<td>47</td>
<td>49</td>
<td>39</td>
<td>37</td>
<td>26</td>
<td>18</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Summa fritt kassaflöde</td>
<td>195</td>
<td>348</td>
<td>323</td>
<td>479</td>
<td>547</td>
<td>634</td>
<td>646</td>
<td>659</td>
<td>631</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

I ovan tabell kallas Gordons formel för steady state.
Avkastningskravet är 10,5%

Enligt en DCF modell skulle värdet på företaget vara:
433+447+469+433+400+5369 = 7551

Exemplet är hämtat från www.foretagsvardering.org och avser Claes Ohlsson.

3.2.4.2 Steg för steg vid aktievärdering enligt DCF:

1. Gör proformaberäkningar av resultat- och balansräkningar fem år framåt, med hjälp av historien.
2. Beräkna det fria kassaflödet
3. Beräkna avkastningskravet på eget kapital
4. Beräkna kalkylräntan, WACC
5. Nuvärdesberäkna kassaflödet för varje år
6. Beräkna ett evighetsvärd på kassaflödet enligt Gordons formel, diskontera detta med WACC.
7. Summera de årliga diskonterade kassaflödena med det eviga kassaflödet

Du har fått värdet på bolagets aktier!
3.2.4.3 Enklare avkastningsvärdering
En enklare variant av avkastningsvärdering, som ofta används på mindre företag, är en bedömning av uthållig vinst. Detta är ett mätt på företagets genomsnittsvinst över en konjunkturcykel. I stället för att bedöma framtiden ser man istället på historiska siffror, exempelvis fem år bakåt. Det genomsnittsresultat man räknat fram diskonteras med avkastningskravet enligt följande formel:

\[
\text{Genomsnittlig vinst/diskonteringsränta} = \frac{\text{företagets värde}}{\text{avkastningskrav}}
\]

Ex 200/0,10 = 2000 (Ett företags genomsnittliga vinst över en konjunkturcykel är 200 kkr och vi vill ha 10% ränta. Värdet på företaget blir då 2 000 kkr.)

Fördelen är naturligtvis enkelheten, nackdelen är att ingen hänsyn tas till den finansiella strukturen, branschen, investeringsbehov eller i vilken fas företaget befinner sig i. (Nilsson m.fl., 2002)

3.2.5 Substansvärdering
En substansvärdering ser till skulders och tillgångars nettovärde enligt en marknadsvärdering. Ett bokslut måste därmed justeras för över- undervärden samt eventuell latent skatt. (Nilsson m.fl., 2002)


Vid substansvärdering ska samtliga företagets tillgångar värderas, även de som inte syns i balansräkningen, t ex övervärden, image, kund och leverantörsrelationer mm. Det som inte är identifierbart och avskiljbart tas upp som goodwill. (Öhrlings, 2007)

3.2.6 Multipelvärdering
Metoden innebär att man sätter bolagets värde i relation till en vinstvariabel, till exempel vinst efter skatt (P/E-tal). Ett exempel på definition av P/E kan vara priset på företaget dividerat med vinst efter finansnetto, med avdrag för schablonskatt. P/E-talet styrs av tillväxt, personberoende, vinstabilitet samt bransch. (Swedbank företagsförmedling)

Enligt Swedbank företagsförmedling brukar onoterade bolag ha ett P/E-tal om 3-10.

Ett alternativt sätt att beräkna motiverat P/E-tal är att dividera 1 med avkastningskravet på eget kapital. I exemplet med DCF-beräkningen ovan var avkastningskravet 10,5%. P/E-talet blir då 1/0,105 = 9,5.

P/E-talet multipliceras sedan med olika resultat, för att få ett värde på företagets aktier.

578-152 = 426  9,5x426 = 4047  690-181= 509  9,5x509 = 4835

Värdet på exemplets aktier varierar alltså mellan 4047-5443 beroende på vilket vinst man beräknar på; beräknat uthålligt resultat, senaste årets resultat eller första prognosens resultat. Detta exempel får spegla hur olika värderingar kan bli beroende på vilka siffror man väljer att sätta i formler.

Andra multiplar, förutom P/E-tal som kan användas är Enterprice value; EV/Sales (kassaflödesvärdet/omsättning) eller EV/EBITDA (kassaflödesvärdet/rörelseresultat före skatt, räntor och avskrivningar). Dessa nyckeltal finns statistik på och används ibland som grund för värderingar. Svårigheten är fortfarande att varje företag är unikt, men det ges ändå en indikation på var nyckeltalet i branschen är. (www.foretagsvardering.org)


3.2.7 Due Diligence

3.3 Sammanfattande bild Företagsvärdering med fundamental analys

Redovisningsanalyser

Strategisk analys

Finansiell analys

Historisk analys

SWOT

Kapitalstruktur

Sammanställning historik
Prognoser för Resultaträkning,
Balansräkning och kassaflöde

Avkastningskrav

Justerat Eget kapital

P/E

EV/Sales

Avkastningsvärdering

Substansvärdering

Multipelvärdering

Due Dilligence

Förhandling!

Fastställt pris

Figur 3 Flödesbild över tillvägagångssätt vid värdering av företag, egen bild
3.3 Värderingsmetodernas användning


4. Empiri

I detta kapitel kommer jag att studera 12 olika företag som värderats eller sälts med fastställd köpeskilling. Ansatsen är finansiell, skulle företaget ha klarat att finansiera hela värden/köpeskillingen via bankkredit?

4.1 Inledning

Jag har valt att studera konsekvensen av företagsvärderingar och fastlagda köpeskillingar i syfte att se om dessa kan betalas av företagets kassaflöde. I avsnittet har jag valt att redovisa och analysera utfallet tillsammans. Återigen ska det tydligöras att värdering och pris inte är samma sak. Priset är en förhandlingssak med värderingen som grund.


Swedbank företagsförmedling gör analyser och prognoser med antagandet att bolaget drivs som en självständig enhet med nuvarande inriktning och nuvarande förutsättningar. De tar heller inte hänsyn till synergieffekter som eventuella köpare kan tänkas göra. Skälet är uppenbart, oftast är det säljaren som inför en försäljning beställer en värdering, då är köparen inte känd.

Min erfarenhet som företagsrådgivare i bank säger mig att de flesta större firmorna gör som Swedbank företagsförmedling, dock har jag inget statistiskt belägg för detta. I ”Företagsvärdering, översikt på område baserat på erfarenhet” (Öhrlings 2007) tas samma metoder upp som Swedbank företagsförmedling, dock beskriver de inte sin metodik som en sammanvägning av flera metoder.

Modellerna som Swedbank företagsförmedling använder beskrivs under referensramen i uppsatsen.


4.1.1 Företag 1

Indikativ värdering 13,6 – 16,6 Mkr, snittvärde 15,1 MKr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 3 Mkr

Ränta år 1 15 Mkr x 6% = 0,9 Mkr => krav kassaflöde år 1: 3,9 Mkr
Ränta år 2 12 Mkr x 6% = 0,72 Mkr => krav kassaflöde år 2: 3,72 Mkr
Ränta år 3 9 Mkr x 6% = 0,54 Mkr => krav kassaflöde år 3: 3,54 Mkr
Ränta år 4 6 Mkr x 6% = 0,36 Mkr => krav kassaflöde år 4: 3,36 Mkr
Ränta år 5 3 Mkr x 6% = 0,18 Mkr => krav kassaflöde år 5: 3,18 Mkr

<table>
<thead>
<tr>
<th>Kassaflödesanalyser</th>
<th>Utfall 2008</th>
<th>Utfall 2007</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Resultat före avskrivningar</td>
<td>2 887</td>
<td>3 210</td>
</tr>
<tr>
<td>Rörelsekapitallöningen</td>
<td>537</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Skatt</td>
<td>-1 404</td>
<td>-313</td>
</tr>
<tr>
<td>Kassaflöde från rörelsen</td>
<td>2 020</td>
<td>2 897</td>
</tr>
<tr>
<td>Finansnetto</td>
<td>-214</td>
<td>-81</td>
</tr>
<tr>
<td>FråntSketchå谂låröden</td>
<td>1 806</td>
<td>2 816</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettoinvesteringar</td>
<td>-927</td>
<td>-518</td>
</tr>
<tr>
<td>Extraordinärt netto</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad utdelning/nyern / Förändring EK</td>
<td>665</td>
<td>-1 668</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettokassaflöde</td>
<td>1 564</td>
<td>630</td>
</tr>
<tr>
<td>Amortering</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Kassaflöde efter amortering</td>
<td>1 564</td>
<td>630</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad nyupplåning/Nettoförändring lån</td>
<td>217</td>
<td>269</td>
</tr>
<tr>
<td>Årets förändring av kassa</td>
<td>1 856</td>
<td>-3 113</td>
</tr>
<tr>
<td>Ingående kassa inkl outnyttjad check</td>
<td>767</td>
<td>3 880</td>
</tr>
<tr>
<td>Utgående kassa</td>
<td>2 623</td>
<td>767</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Krävt kassaflöde i förhållande till utfall, tkr

<table>
<thead>
<tr>
<th>år 1</th>
<th>2008</th>
<th>2007</th>
<th>utfall</th>
<th>krav</th>
<th>avvikelse</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2 816</td>
<td>1 801</td>
<td>-904</td>
<td>-1 739</td>
<td>2 643</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Ur ett finansieringsperspektiv på fem år har inte rörelsen genererat det kassaflöde som krävs för att återbetalas en köpeskilling om 15 Mkr.
Vi ser av analysen att det gjordes en utdelning med 1,7 Mkr, vilket förmodligen använts till att minska förvärvskrediten. Med hänsyn till denna blir underrättet -2,6 + 1,7 = -0,9 Mkr.
4.1.2 Företag 2

Indikativ värdering 9,1 – 11,2 Mkr, snittvärde 10,15 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 2 Mkr

Ränta år 1 10 Mkr x 6% = 0,6 Mkr => krav kassaflöde år 1: 2,6 Mkr
Ränta år 2 8 Mkr x 6% = 0,48 Mkr => krav kassaflöde år 2: 2,48 Mkr
Ränta år 3 6 Mkr x 6% = 0,36 Mkr => krav kassaflöde år 3: 2,36 Mkr
Ränta år 4 4 Mkr x 6% = 0,24 Mkr => krav kassaflöde år 4: 2,24 Mkr
Ränta år 5 2 Mkr x 6% = 0,12 Mkr => krav kassaflöde år 5: 2,12 Mkr

<table>
<thead>
<tr>
<th>Kassaflödesanalys</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>2009</td>
<td>2008</td>
</tr>
<tr>
<td>Resultat före avskrivningar</td>
<td>2 050</td>
<td>604</td>
</tr>
<tr>
<td>Rörelsekapitalförändring</td>
<td>-2 569</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Skatt</td>
<td>-832</td>
<td>-127</td>
</tr>
<tr>
<td>KASSAFLODE FRÅN RÖRELSEN</td>
<td>-1 351</td>
<td>477</td>
</tr>
<tr>
<td>Finansnetto</td>
<td>213</td>
<td>-57</td>
</tr>
<tr>
<td>FRITT KASSAFLODE</td>
<td>-1 138</td>
<td>420</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettoinvesteringar</td>
<td>-68</td>
<td>97</td>
</tr>
<tr>
<td>Extraordinärt netto</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad utdelning/nyem / Förändring EK</td>
<td>-6 160</td>
<td>1 488</td>
</tr>
<tr>
<td>NETTOKASSAFLODE</td>
<td>-7 366</td>
<td>2 005</td>
</tr>
<tr>
<td>Amortering</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>KASSAFLODE EFTER AMORTERING</td>
<td>-7 366</td>
<td>2 005</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad nyupplåning/ Nettoförändring lån</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>ÅRETS FÖRÄNDRING AV KASSAN</td>
<td>-6 506</td>
<td>2 566</td>
</tr>
<tr>
<td>Ingående kassa inkl outnyttjad check</td>
<td>7 415</td>
<td>4 849</td>
</tr>
<tr>
<td>UTGÅENDE KASSA</td>
<td>909</td>
<td>7 415</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>utfall</th>
<th>krav</th>
<th>avvikelse</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>år 1</td>
<td>2600</td>
<td>-2180</td>
<td>-718</td>
</tr>
<tr>
<td>år 2</td>
<td>2480</td>
<td>-1138</td>
<td>-3618</td>
</tr>
<tr>
<td>Summa</td>
<td>5080</td>
<td>-5798</td>
<td>-5798</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Företaget klarar inte en förvärvskredit med återbetalning under fem år, med indikerad värdering som antagen köpeskilling, med hjälp av nettokassaflödet. Dock har en utdelning gjorts med 6,16 Mkr, vilket klaras av befintlig kassa. Med hänsyn till denna har företaget haft möjlighet att betala mer än plan på en förvärvskredit.
4.1.3 Företag 3

Indikativ värdering 3,4 – 4,1 Mkr, snittvärde 3,75 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 0,75 Mkr

Ränta år 1: 3,75 Mkr x 6% = 0,225 Mkr => krav kassaflöde år 1: 0,975 Mkr
Ränta år 2: 3 Mkr x 6% = 0,180 Mkr => krav kassaflöde år 2: 0,93 Mkr
Ränta år 3: 2,25 Mkr x 6% = 0,135 Mkr => krav kassaflöde år 3: 0,885 Mkr
Ränta år 4: 1,5 Mkr x 6% = 0,09 Mkr => krav kassaflöde år 4: 0,84 Mkr
Ränta år 5: 0,75 Mkr x 6% = 0,045 Mkr => krav kassaflöde år 5: 0,795 Mkr

Enbart sett till fria kassaflödet klarar inte företaget av en förvärvskredit på fem år enligt den
indikativa värderingen. Dock finns eget kapital och kassa som möjliggör utdelning med 2,106
Mkr år 3. Jag antar att den finansierar en förvärvskredit och underskottet i beräkningen minskar
till -3,165 + 2,106 = -1,065 Mkr.
I det här fallet ser vi att det har skett en stor rörelsekapitalförändring. Denna kan bero på flera
saker; ett stort projekt som binder kundfordringar, återbetalning av skulder, ökade fordringar mm.
### 4.1.4 Företag 4

Indikativ värdering 6,4 – 7,8 Mkr, snittvärde 7,1 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 1,4 Mkr

Ränta år 1: 7 Mkr x 6% = 0,42 Mkr => krav kassaflöde år 1: 1,82 Mkr
Ränta år 2: 5,6 Mkr x 6% = 0,336 Mkr => krav kassaflöde år 2: 1,736 Mkr
Ränta år 3: 4,2 Mkr x 6% = 0,252 Mkr => krav kassaflöde år 3: 1,652 Mkr
Ränta år 4: 2,8 Mkr x 6% = 0,168 Mkr => krav kassaflöde år 4: 1,568 Mkr
Ränta år 5: 1,4 Mkr x 6% = 0,084 Mkr => krav kassaflöde år 5: 1,484 Mkr

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Resultat före avskrivningar</td>
<td>805</td>
<td>949</td>
<td>383</td>
</tr>
<tr>
<td>Rörelsekapitallförändring</td>
<td>346</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Skatt</td>
<td>-194</td>
<td>-436</td>
<td>-87</td>
</tr>
<tr>
<td>KASSAFLÖDE FRÅN RÖRELSEN</td>
<td>957</td>
<td>513</td>
<td>296</td>
</tr>
<tr>
<td>Finansnetto</td>
<td>56</td>
<td>48</td>
<td>92</td>
</tr>
<tr>
<td>FRITT KASSAFLÖDE</td>
<td>1 013</td>
<td>561</td>
<td>388</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettoinvesteringar</td>
<td>-58</td>
<td>-33</td>
<td>-361</td>
</tr>
<tr>
<td>Extraordinärt netto</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad utdelning/nyem / Förändring EK</td>
<td>-501</td>
<td>-1 006</td>
<td>-100</td>
</tr>
<tr>
<td>NETTOKASSAFLÖDE</td>
<td>454</td>
<td>-478</td>
<td>-73</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Amortering

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>KASSAFLÖDE EFTER AMORTERING</td>
<td>454</td>
<td>-478</td>
<td>-73</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad nyupplåning/ Nettoförändring från lån</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Årets förändring av kassan</td>
<td>454</td>
<td>-217</td>
<td>-196</td>
</tr>
<tr>
<td>Ingående kassa inkl outnyttjad check</td>
<td>1 913</td>
<td>2 130</td>
<td>2 326</td>
</tr>
<tr>
<td>Utgående kassa</td>
<td>2 367</td>
<td>1 913</td>
<td>2 130</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Företaget klarar inte en amorteringsplan på fem år med indikativ värdering, med hjälp av rörelsens nettokassaflöde efter investeringar. Det finns dock utdelningsbara medel och kassa som troligen minskar underskottet i förvärvskrediten, totalt blir det då – 4,250 + 0,100 +0,100 +1,006 + 0,501 = - 2,543 Mkr.
4.1.5 Företag 5

Indikativ värdering 6,7 – 8,3 Mkr, snittvärde 7,5 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 1,5 Mkr

Ränta år 1: 7,5 Mkr x 6% = 0,45 Mkr => krav kassaflöde år 1: 1,95 Mkr
Ränta år 2: 6 Mkr x 6% = 0,36 Mkr => krav kassaflöde år 2: 1,836 Mkr
Ränta år 3: 4,5 Mkr x 6% = 0,27 Mkr => krav kassaflöde år 3: 1,77 Mkr
Ränta år 4: 3 Mkr x 6% = 0,18 Mkr => krav kassaflöde år 4: 1,68 Mkr
Ränta år 5: 1,5 Mkr x 6% = 0,09 Mkr => krav kassaflöde år 5: 1,59 Mkr

Kassaflödesanalys

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall 2008</th>
<th>Utfall 2007</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Resultat före avskrivningar</td>
<td>1 428</td>
</tr>
<tr>
<td>Rörelsekapitallförändring</td>
<td>-37</td>
</tr>
<tr>
<td>Skatt</td>
<td>-394</td>
</tr>
<tr>
<td>KASSAFLÖDE FRÅN RÖRELSEN</td>
<td>997</td>
</tr>
<tr>
<td>Finansnetto</td>
<td>45</td>
</tr>
<tr>
<td>FRITT KASSAFLÖDE</td>
<td>1 042</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettoinvesteringar</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>Extraordinärt netto</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad utdelning/nyem / Förändring EK</td>
<td>-2 499</td>
</tr>
<tr>
<td>NETTOKASSAFLÖDE</td>
<td>-1 448</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Amortering

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall 2008</th>
<th>Utfall 2007</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>KRÄVT KASSAFLÖDE EFTER AMORTERING</td>
<td>-1 448</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad nyupplåning/ Nettoförändring lån</td>
<td>2 489</td>
</tr>
<tr>
<td>ÅRETS FÖRÄNDRING AV KASSAN</td>
<td>1 041</td>
</tr>
<tr>
<td>Ingående kassa inkl outnyttjad check</td>
<td>1 856</td>
</tr>
<tr>
<td>UTGÅENDE KASSA</td>
<td>2 897</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Krävt kassaflöde i förhållande till utfall

Ar 1 klarar företaget planenlig amortering och ränta enligt indikativ värdering. År två visar underskott vilket troligen pareras med utdelning via kassan som ger möjlighet att amortera mer i förvärvskrediten, överskottet blir -644 + 2499 = 1855, eller 1,8 Mkr.
4.1.6 Företag 6

Indikativ värdering 8,2 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 1,6 Mkr

Ränta år 1: 8,2 Mkr x 6% = 0,492 Mkr => krav kassaflöde år 1: 2,092 Mkr
Ränta år 2: 6,6 Mkr x 6% = 0,396 Mkr => krav kassaflöde år 2: 1,996 Mkr
Ränta år 3: 5 Mkr x 6% = 0,3 Mkr => krav kassaflöde år 3: 1,9 Mkr
Ränta år 4: 3,4 Mkr x 6% = 0,204 Mkr => krav kassaflöde år 4: 1,804 MKr
Ränta år 5: 1,8 Mkr x 6% = 0,108 Mkr => krav kassaflöde år 5: 3: 1,708 Mkr

<table>
<thead>
<tr>
<th>Kassaflödesanalys</th>
<th>Utfall 2009</th>
<th>Utfall 2008</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Resultat före avskrivningar</td>
<td>840</td>
<td>2 857</td>
</tr>
<tr>
<td>Rörelsekapitalförändring</td>
<td>-571</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Skatt</td>
<td>-151</td>
<td>-190</td>
</tr>
<tr>
<td>KASSAFLÖDE FRÅN RÖRELSEN</td>
<td>118</td>
<td>2 667</td>
</tr>
<tr>
<td>Finansnetto</td>
<td>0</td>
<td>35</td>
</tr>
<tr>
<td>FRITT KASSAFLÖDE</td>
<td>118</td>
<td>2 702</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettoinvesteringar</td>
<td>0</td>
<td>-4 030</td>
</tr>
<tr>
<td>Extraordinärt netto</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad utdelning/nyem / Förändring EK</td>
<td>0</td>
<td>-1</td>
</tr>
<tr>
<td>NETTOKASSAFLÖDE</td>
<td>118</td>
<td>-1 329</td>
</tr>
<tr>
<td>Amortering</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>KASSAFLÖDE EFTER AMORTERING</td>
<td>118</td>
<td>-1 329</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad nyupplåning/Nettoförändring lån</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>ÅRETS FÖRÄNDRING AV KASSAN</td>
<td>117</td>
<td>-719</td>
</tr>
<tr>
<td>Ingående kassa inkl outnyttjad check</td>
<td>319</td>
<td>1 038</td>
</tr>
<tr>
<td>UTGÅENDE KASSA</td>
<td>436</td>
<td>319</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Företaget såldes inte såvitt bokslutsuppgifterna är korrekta. År 1 skulle kassaflödet räckt till att amortera tänkt förvärvskredit, dock inte år 2.
4.1.7 Företag 7

Köpeskilling 28 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 5,6 Mkr

Ränta år 1: 28 Mkr x 6% = 1,68 Mkr => krav kassaflöde år 1: 7,28 Mkr
Ränta år 2: 22,4 Mkr x 6% = 1,344 Mkr => krav kassaflöde år 2: 6,944 Mkr
Ränta år 3: 16,8 Mkr x 6% = 1,008 Mkr => krav kassaflöde år 3: 6,608 Mkr
Ränta år 4: 11,2 Mkr x 6% = 0,672 Mkr => krav kassaflöde år 4: 6,272 Mkr
Ränta år 5: 5,6 Mkr x 6% = 0,336 Mkr => krav kassaflöde år 5: 5,936 Mkr

Kassaflödesanalys

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Resultat före avskrivningar</td>
<td>-551</td>
<td>7 474</td>
<td>8 121</td>
</tr>
<tr>
<td>Rörelsekapitalförändring</td>
<td>1 619</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Skatt</td>
<td>0</td>
<td>-499</td>
<td>-304</td>
</tr>
<tr>
<td>Kassaflöde från rörelsen</td>
<td>1 068</td>
<td>6 975</td>
<td>7 817</td>
</tr>
<tr>
<td>Finansnetto</td>
<td>-868</td>
<td>-729</td>
<td>-486</td>
</tr>
<tr>
<td>Fritt kassaflöde</td>
<td>200</td>
<td>6 246</td>
<td>7 331</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettoinvesteringar</td>
<td>-1 980</td>
<td>-2 144</td>
<td>-1 400</td>
</tr>
<tr>
<td>Extraordinärt netto</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad utdelning/nyem / Förändring EK</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettokassaflöde</td>
<td>-1 780</td>
<td>4 102</td>
<td>5 931</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Amortering

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Kassaflöde efter amortering</td>
<td>-1 780</td>
<td>4 102</td>
<td>5 931</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad nyupplåning/Nettoförändring lån</td>
<td>795</td>
<td>-1 000</td>
<td>-1 492</td>
</tr>
<tr>
<td>Årets förändring av kassan</td>
<td>2</td>
<td>-761</td>
<td>-3 426</td>
</tr>
<tr>
<td>Ingående kassa</td>
<td>2</td>
<td>763</td>
<td>4 189</td>
</tr>
<tr>
<td>Utgående kassa</td>
<td>4</td>
<td>2</td>
<td>763</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Krävt kassaflöde i förhållande till utfall, tkr

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Krav</th>
<th>Avvikelse</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>74767280</td>
<td>196</td>
<td>73316944</td>
</tr>
<tr>
<td>62466608</td>
<td>200</td>
<td>6272</td>
</tr>
<tr>
<td>27104</td>
<td>21253</td>
<td>5851</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Företaget klarar de första tre åren med tänkt köpeskilling och amorteringsplan på fem år. År fyra infaller 2008, och företaget är antagligen väldigt konjunkturkänsligt.
4.1.8 Företag 8
Köpeskilling 4 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 0,8 Mkr

Ränta år 1: 4 Mkr x 6% = 0,24 Mkr => krav kassaflöde år 1: 1,08 Mkr
Ränta år 2: 3,2 Mkr x 6% = 0,192 Mkr => krav kassaflöde år 2: 0,992 Mkr
Ränta år 3: 2,4 Mkr x 6% = 0,144 Mkr => krav kassaflöde år 3: 0,944 Mkr
Ränta år 4: 1,6 Mkr x 6% = 0,096 Mkr => krav kassaflöde år 4: 0,896 Mkr
Ränta år 5: 0,8 Mkr x 6% = 0,048 Mkr => krav kassaflöde år 5: 0,842 Mkr

Kassaflödesanalys

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2008</td>
<td>2 550</td>
<td>3 597</td>
<td>4 125</td>
<td>2 117</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>3 597</td>
<td>4 125</td>
<td>2 117</td>
<td>1 099</td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>4 125</td>
<td>2 117</td>
<td>1 099</td>
<td>1 099</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>2 117</td>
<td>1 099</td>
<td>1 099</td>
<td>1 099</td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>1 099</td>
<td>1 099</td>
<td>1 099</td>
<td>1 099</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Resultat före avskrivningar
Rörelsekapitalförändring
Skatt
KASSAFLÖDE FRÅN RÖRELSEN
Finansnetto
FRITT KASSAFLÖDE
Nettoinvesteringar
Extraordinärt netto
Planerad utdelning/nyem / Förändring EK
NETTOKASSAFLÖDE
Amortering
KASSAFLÖDE EFTER AMORTERING
Planerad nyupplåning/ Nettolånsförändring lån
ÅRETS FÖRÄNDRING AV KASSAN
Ingående kassa inkl outnyttjad check
UTGÅENDE KASSA

Det här bolaget har klarat en förvärvskredit på hela köpeskillingen, inkl ränta, på 3 år. Dessutom har det funnits möjlighet att dela ut överskott av det egna kapitalet.
4.1.9 Företag 9

Köpeskilling 8 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 1,6 Mkr

Ränta år 1: 8 Mkr x 6% = 0,48 Mkr => krav kassaflöde år 1: 2,08 Mkr
Ränta år 2: 6,4 Mkr x 6% = 0,384 Mkr => krav kassaflöde år 2: 1,984 Mkr
Ränta år 3: 4,8 Mkr x 6% = 0,288 Mkr => krav kassaflöde år 3: 1,888 Mkr
Ränta år 4: 3,2 Mkr x 6% = 0,192 Mkr => krav kassaflöde år 4: 1,792 Mkr
Ränta år 5: 1,6 Mkr x 6% = 0,096 Mkr => krav kassaflöde år 5: 1,696 Mkr

Kassaflödesanalys

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>6 932</td>
<td>16 064</td>
<td>12 696</td>
<td>7 313</td>
<td>7 231</td>
<td>-222</td>
<td>2 451</td>
</tr>
<tr>
<td>2 959</td>
<td>-5 284</td>
<td>-3 882</td>
<td>326</td>
<td>-3 445</td>
<td>-142</td>
<td>-7 070</td>
</tr>
<tr>
<td>0</td>
<td>-2 558</td>
<td>-2 212</td>
<td>-1 470</td>
<td>0</td>
<td>-1</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>9 891</td>
<td>8 222</td>
<td>6 602</td>
<td>6 169</td>
<td>7 386</td>
<td>-365</td>
<td>-4 619</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Finansnetto

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-548</td>
<td>-503</td>
<td>-448</td>
<td>-349</td>
<td>-555</td>
<td>-777</td>
<td>-1 113</td>
</tr>
</tbody>
</table>

FRITT KASSAFLÖDE

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>9 343</td>
<td>7 719</td>
<td>6 154</td>
<td>5 820</td>
<td>3 231</td>
<td>-1 142</td>
<td>-5 732</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Nettoinvesteringar

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-16 826</td>
<td>-5 849</td>
<td>-7 383</td>
<td>-1 291</td>
<td>124</td>
<td>-1 329</td>
<td>-111</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Extraordinärt netto

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-1 000</td>
<td>0</td>
<td>810</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Planerad utdelning/nyem / Förändring EK

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-8 483</td>
<td>1 870</td>
<td>-419</td>
<td>4 529</td>
<td>3 355</td>
<td>-2 471</td>
<td>-5 843</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Nettokassaflöde

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-8 483</td>
<td>1 870</td>
<td>-419</td>
<td>4 529</td>
<td>3 355</td>
<td>-2 471</td>
<td>-5 843</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Amortering

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-2 068</td>
<td>-830</td>
<td>5 957</td>
<td>234</td>
<td>-2</td>
<td>-63</td>
<td>0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Planerad nyupplåning/ Nettoförändring lån

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>7 975</td>
<td>-2 700</td>
<td>6 375</td>
<td>-4 295</td>
<td>-3 357</td>
<td>45</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Årets förändring av kassan

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>5 361</td>
<td>6 191</td>
<td>234</td>
<td>0</td>
<td>2</td>
<td>65</td>
<td>65</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Ingående kassa

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>3 293</td>
<td>5 361</td>
<td>6 191</td>
<td>234</td>
<td>0</td>
<td>2</td>
<td>65</td>
</tr>
</tbody>
</table>

UTGÅENDE KASSA

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-2 068</td>
<td>-830</td>
<td>5 957</td>
<td>234</td>
<td>-2</td>
<td>-63</td>
<td>0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Företaget klarar inte en förvärvskredit på fem år, underskottet hamnar på 1,1 Mkr. Lägger vi till ett sjätte år klaras det dock med råge.
4.1.10 Företag 10
Köpeskilling 42 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 8,4 Mkr

Ränta år 1: 42 Mkr x 6% = 2,52 Mkr => krav kassaflöde år 1: 10,92 Mkr
Ränta år 2: 33,6 Mkr x 6% = 2,016 Mkr => krav kassaflöde år 2: 10,416 Mkr
Ränta år 3: 25,2 Mkr x 6% = 1,512 Mkr => krav kassaflöde år 3: 9,912 Mkr
Ränta år 4: 16,8 Mkr x 6% = 1,008 Mkr => krav kassaflöde år 4: 9,408 Mkr
Ränta år 5: 8,4 Mkr x 6% = 0,504 Mkr => krav kassaflöde år 5: 8,904 Mkr

<table>
<thead>
<tr>
<th>Kassaflödesanalys</th>
<th>Utfall 2008</th>
<th>Utfall 2007</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Resultat före avskrivningar</td>
<td>6 263</td>
<td>12 875</td>
</tr>
<tr>
<td>Rörelsekapitalförändring</td>
<td>26 951</td>
<td>-197</td>
</tr>
<tr>
<td>Skatt</td>
<td>-1 774</td>
<td>-2 131</td>
</tr>
<tr>
<td>KASSAFLÖDE FRÅN RÖRELSEN</td>
<td>31 440</td>
<td>10 547</td>
</tr>
<tr>
<td>Finansnetto</td>
<td>-317</td>
<td>-868</td>
</tr>
<tr>
<td>FRITT KASSAFLÖDE</td>
<td>31 123</td>
<td>9 679</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettoinvesteringar</td>
<td>-982</td>
<td>-2 820</td>
</tr>
<tr>
<td>Extraordinärt netto</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad utdelning/nyem / Förändring EK</td>
<td>-17 371</td>
<td>-1</td>
</tr>
<tr>
<td>NETTOKASSAFLÖDE</td>
<td>12 770</td>
<td>6 858</td>
</tr>
<tr>
<td>Amortering</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>KASSAFLÖDE EFTER AMORTERING</td>
<td>12 770</td>
<td>6 858</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad nyupplåning/ Nettoförändring lån</td>
<td>-12 765</td>
<td>-6 859</td>
</tr>
<tr>
<td>ÅRETS FÖRÄNDRING AV KASSAN</td>
<td>5</td>
<td>-1</td>
</tr>
<tr>
<td>Ingående kassa inkl outnyttjad check</td>
<td>7</td>
<td>8</td>
</tr>
<tr>
<td>UTGÅENDE KASSA</td>
<td>12</td>
<td>7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| Krävt kassaflöde i förhållande till utfall, tkr |
|----------|----------|----------|
| år 1     | år 2     | Summa    |
| 9679     | 31123    | 21336    |
| 10920    | 10416    | 19466    |
|         | 40802    |          |
| -1241    |          |          |

År 1 fungerar inte, år två fungerar mer än väl att hantera förvärvskredit på fastställd köpeskilling med rörelsens kassaflöde. Av kassaflödet har 17,4 Mkr delats ut. Om kassaflödet använts i sin helhet att betala förvärvskredit hade 41 av 42 Mkr amorterats under två år. Största skälet till högt kassaflöde finns i rörelsekapitalförändringen.
4.1.11 Företag 11

Köpeskilling 16 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 3,2 Mkr

Ränta år 1: 16 Mkr x 6% = 0,96 Mkr => krav kassaflöde år 1: 4,16 Mkr
Ränta år 2: 12,8 Mkr x 6% = 0,768 Mkr => krav kassaflöde år 2: 3,968 Mkr
Ränta år 3: 9,6 Mkr x 6% = 0,576 Mkr => krav kassaflöde år 3: 3,776 Mkr
Ränta år 4: 6,4 Mkr x 6% = 0,384 Mkr => krav kassaflöde år 4: 3,584 MKr
Ränta år 5: 3,2 Mkr x 6% = 0,192 Mkr => krav kassaflöde år 5: 3,392 Mkr

Kassaflödesanalys

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Resultat före avskrivningar</td>
<td>4 737</td>
<td>6 914</td>
<td>5 941</td>
<td>5 758</td>
</tr>
<tr>
<td>Rörelsekapitalförändring</td>
<td>-2 589</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Skatt</td>
<td>-800</td>
<td>-1 159</td>
<td>-912</td>
<td>-1 354</td>
</tr>
<tr>
<td>KASSAFLÖDE FRÅN RÖRELSEN</td>
<td>1 348</td>
<td>5 755</td>
<td>5 029</td>
<td>4 404</td>
</tr>
<tr>
<td>Finansnetto</td>
<td>-106</td>
<td>-136</td>
<td>-210</td>
<td>-230</td>
</tr>
<tr>
<td>FRITT KASSAFLÖDE</td>
<td>1 242</td>
<td>5 619</td>
<td>4 819</td>
<td>4 174</td>
</tr>
<tr>
<td>Nettoinvesteringar</td>
<td>-563</td>
<td>-750</td>
<td>-5 671</td>
<td>-3 127</td>
</tr>
<tr>
<td>Extraordinärt netto</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad utdelning/nyem / Förändring EK</td>
<td>2</td>
<td>-2 162</td>
<td>-367</td>
<td>1 152</td>
</tr>
<tr>
<td>NETTOKASSAFLÖDE</td>
<td>681</td>
<td>2 707</td>
<td>-1 219</td>
<td>2 199</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Amortering

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>KASSAFLÖDE EFTER AMORTERING</td>
<td>681</td>
<td>2 707</td>
<td>-1 219</td>
<td>2 199</td>
</tr>
<tr>
<td>Planerad nyupplåning/ Nettoförändring lån</td>
<td>-880</td>
<td>-935</td>
<td>-2 025</td>
<td>-2 080</td>
</tr>
<tr>
<td>ÅRETS FÖRÄNDRING AV KASAN</td>
<td>-198</td>
<td>2 723</td>
<td>-7 481</td>
<td>3 187</td>
</tr>
<tr>
<td>Ingående kassa inkl outnyttjad check</td>
<td>2 723</td>
<td>0</td>
<td>7 481</td>
<td>4 294</td>
</tr>
<tr>
<td>UTGÅENDE KASSA</td>
<td>2 525</td>
<td>2 723</td>
<td>0</td>
<td>7 481</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Företaget klarar att amortera förvärvskredit på köpeskillingen snabbare än de fastlagda fem åren, med framräknat kassaflöde.
4.1.12 Företag 12
Köpeskilling 0,625 Mkr
Återbetalning 5 år ger årlig amortering 0,125 Mkr

Ränta år 1: 0,625 Mkr x 6% = 0,0375 Mkr => krav kassaflöde år 1: 0,1625 Mkr
Ränta år 2: 0,5 Mkr x 6% = 0,03 Mkr => krav kassaflöde år 2: 0,155 Mkr
Ränta år 3: 0,375 Mkr x 6% = 0,0225 Mkr => krav kassaflöde år 3: 0,1475 Mkr
Ränta år 4: 0,250 Mkr x 6% = 0,015 Mkr => krav kassaflöde år 4: 0,14 MKr
Ränta år 5: 0,125 Mkr x 6% = 0,0075 Mkr => krav kassaflöde år 5: 0,1325 Mkr

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>312</td>
<td>668</td>
<td>283</td>
<td>-261</td>
<td>160</td>
<td>-396</td>
<td>1 497</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-423</td>
<td>-1 054</td>
<td>-2 708</td>
<td>1 911</td>
<td>737</td>
<td>-3 919</td>
<td>3 304</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Kassaflödesanalys**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-130</td>
<td>-2 931</td>
<td>1 616</td>
<td>637</td>
<td>-4 262</td>
<td>2 767</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-430</td>
<td>-1 554</td>
<td>-3 705</td>
<td>-5 389</td>
<td>79</td>
<td>-144</td>
<td>3 894</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Resultat före avskrivningar**

**Rörelsekapitalförändring**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-423</td>
<td>-1 687</td>
<td>-1 748</td>
<td>929</td>
<td>577</td>
<td>-3 523</td>
<td>1 807</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-19</td>
<td>-35</td>
<td>-1 243</td>
<td>1 243</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Skatt**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>6</td>
<td>-261</td>
<td>-774</td>
<td>-8 005</td>
<td>-1 128</td>
<td>-692</td>
<td>1 127</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Finansnetto**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-300</td>
<td>-238</td>
<td>-223</td>
<td>-295</td>
<td>-100</td>
<td>-343</td>
<td>-537</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Fritt kassaflöde**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-130</td>
<td>-1 054</td>
<td>-2 708</td>
<td>1 911</td>
<td>737</td>
<td>-3 919</td>
<td>3 304</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-430</td>
<td>-1 554</td>
<td>-3 705</td>
<td>-5 389</td>
<td>79</td>
<td>-144</td>
<td>3 894</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Amortering**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
<th>Utfall</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>-424</td>
<td>-1 554</td>
<td>-3 705</td>
<td>-5 389</td>
<td>79</td>
<td>-144</td>
<td>3 894</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Kassaflöde efter amortering**

4.2 Analys


Beräkningar har gjorts på det fria kassaflödet. Värderingar väger även in det egna kapitalet, varför hänsyn även bör tas till utdelningar. Jag valde att se på faktiska utdelningar, ett annat sätt kunde varit att studera i bokslutet, vad som skulle kunna delas ut. För detta krävs i så fall kassa eller upptagande av nya krediter. Att jag valde faktiska utdelningar beror på min bedömning att företaget delar ut det som företaget kan tänkas klara av. I tabellen nedan har jag lagt till det som faktiskt delats ut till det fria kassaflödet.

Avvikelse i förhållande till krävt kassaflöde med amortering av förvärvskredit under fem år:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Företag</th>
<th>Krävt kassaflöde</th>
<th>Avvikelse</th>
<th>Avvikelse %</th>
<th>Avvikelse inkl utdeln</th>
<th>Avvikelse % inkl utd</th>
<th>Ingående år</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>7 260</td>
<td>-2 638</td>
<td>-36%</td>
<td>-938</td>
<td>-13%</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>5 080</td>
<td>-5 798</td>
<td>-114%</td>
<td>362</td>
<td>7%</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>2 790</td>
<td>-3 165</td>
<td>-113%</td>
<td>-1 065</td>
<td>-38%</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>6 776</td>
<td>-4 250</td>
<td>-63%</td>
<td>-2 543</td>
<td>-38%</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>3 795</td>
<td>-644</td>
<td>-17%</td>
<td>1 855</td>
<td>49%</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>4 088</td>
<td>-1 268</td>
<td>-31%</td>
<td>-1 268</td>
<td>-31%</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>27 104</td>
<td>-5 851</td>
<td>-22%</td>
<td>-5 850</td>
<td>-22%</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>754</td>
<td>5 209</td>
<td>110%</td>
<td>5 209</td>
<td>110%</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>9 440</td>
<td>-1 109</td>
<td>-12%</td>
<td>-1 109</td>
<td>-12%</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>21 336</td>
<td>19 466</td>
<td>91%</td>
<td>19 466</td>
<td>91%</td>
<td>2</td>
</tr>
<tr>
<td>11</td>
<td>18 880</td>
<td>2 175</td>
<td>12%</td>
<td>2 176</td>
<td>12%</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>12</td>
<td>732</td>
<td>1 090</td>
<td>149%</td>
<td>1 090</td>
<td>149%</td>
<td>5</td>
</tr>
</tbody>
</table>


Förutsättningarna var att värde/köpeskillning ska amorteras under 5 år. Nedanstående tabell visar avvikelseerna mellan krävt kassaflöde och verkligt kassaflöde inkl utdelningar, tänkt att amortera förvärvskredit, i diagramform. De pendlar mellan -38% och +149%. Avvikelserna är störst på de fastställda köpeskillingarna, på plusssidan. Företagen har gått bättre än man kunde förvänta sig med fastställd köpeskillning och en önskan att amortera förvärvet på fem år.
I min begränsade undersökning ser jag att de värderingar som är gjorda av professionella yrkesmän som använder vetenskapliga metoder på ett systematiskt sätt, blir resultatet minst avvikande mot verkligheten. Att fler hamnar på minusidan har troligen mer med konjunkturen och antalet ingående år att göra. De undersökta företagen med fastställd köpeskilling har flera år som underlag, än de företag som har värderingar som underlag. Intressant vore att se på samma företag om ytterligare tre år då samtliga företag i undersökningen haft minst fem år sedan värdering/förvärv, och konjunkturen troligen har vänt. Ett tänkbart skäl till att avvikelserna är mindre vid professionella värderingar är erfarenheten hos dessa.
5. Slutsats

Uppsatsen ämnade ge svar på följande problemformulering:

- Vad är teorin bakom/hur beräknas etablerade företagsvärderingar?
- Utifrån gjorda värderingar, eller fastställda köpeskillingar, hur ser företagets kassaflöde ut 1-5 år efter?
- Ur ett finansieringsperspektiv, har det varit möjligt att finansiera köpeskilling eller värdering med hjälp av kassaflödet?
- Skiljer sig avvikelserna mellan fastställda köpeskillingar och värderingar år?

Den litteratur och artiklar jag läst är väldigt samstämmig om hur värderingar görs och vilka metoder som är vanligast. Det spelar ingen roll om det är engelsk eller svensk litteratur. Detta är signifikant med utvecklingen inom redovisningsområdet som blir allt mer globaliserad. Exempel på detta är införandet av den internationella redovisningsstandarden IFRS.


Det undersöpta antalet företag är för litet för att jag ska kunna dra några generella slutsatser angående värderingar, köpeskillingar och avvikelser.

Avslutningsvis kan jag konstatera att det finns enhetliga, etablerade vetenskapliga metoder för hur företagsvärderingar ska göras, men de kan inte ge svar på hur mjuka variabler ska beräknas. Det är endast en bedömningsfråga och stöder min inledande uppfattning om hur svårt det är att värdera företag, där varje företag är unikt i sin sammansättning.
Källförteckning

**Artiklar**


**Avhandlingar**

**Internetkällor**
www.foretagsvardering.org (2009-11-02—2010-01-10)

www.pwc.com (2009-11-15—2010-01-07)

www.ff.se/sitespecific/foretagarforbundet/publication_files/2009_03_Sveriges_smaforetag.pdf (2010-01-02)

www.bolagsplatsen.se (2009-12-01—2009-12-28)

**Litteratur**
Andersson, S (1979) *Positivism kontra hermeneutik*, Bokförlaget Korpen, Göteborg


Chalmers, A F (2003) *Vad är vetenskap egentligen?* Nya Doxa, Nora

Hult, M (1993) *Värdering av företag*, Liber Hermods, Malmö


**Övriga källor**

Värderingar gjorda av Swedbank företagsförmedling med tillhörande kommentarer (ej offentliga)

Bolagsverket
Högskolan i Kalmar

Högskolan i Kalmar har mer än 9000 studenter. Här finns utbildning och forskning inom naturvetenskap, teknik, sjöfart, samhällsvetenskap, ekonomi, turism, informatik, pedagogik och metodik, medie-vetenskap, språk och humaniora, lärarutbildning, vårdvetenskap och socialt arbete.

Forskningens profilområden är biomedicin/bioteknik, miljövetenskap, marin ekologi, automation, företagsekonomi och informatik, men forskning pågår inom de flesta av Högskolans ämnen. Högskolan har sedan 1999 vetenskapsområde naturvetenskap, vilket ger Högskolan rätt att anta studenter i forskarutbildning och examinera doktorer inom ämnesområdet naturvetenskap.

Handelshögskolan BBS,
vid Högskolan i Kalmar
Besöksadress: Kalmar Nyckel,
Gröndalsvägen 19
391 82 Kalmar,
Tel: +46 (0)480 - 49 71 00
www.bbs.hik.se