

# 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**

Denna uppsats om företagsvärderingar är skriven vid Linnéuniversitetet (Baltic Business School) Kalmar, höstterminen 2009. Uppsatsen utgör en del av kursen Företagsekonomi 61 – 90 hp och omfattar 15 hp.

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

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

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

**Resultat:** Den vanligaste metoden som används vid professionell värdering 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

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. Inledning</b> .....  | <b>5</b>  |
| 1.1 Bakgrund .....   | 5         |
| 1.2 Problemdiskussion .....  | 6         |
| 1.3 Problemformulering.....  | 6         |
| 1.4 Syfte .....  | 6         |
| 1.5 Avgränsning och målgrupp .....                                     | 7         |
| <b>2. Metod</b> .....  | <b>8</b>  |
| 2.1 Forskningens förhållningssätt .....                                | 8         |
| 2.2 Angreppssätt .....   | 8         |
| 2.3 Datainsamlingsmetod .....  | 9         |
| 2.4 Metod- och källkritik.....   | 9         |
| <b>3. Referensram</b> .....  | <b>11</b> |
| 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        |
| <b>4. Empiri</b> .....   | <b>22</b> |
| 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        |
| <b>5. Slutsats</b> .....   | <b>38</b> |

# 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

Efter att under 10 års tid jobbat i bank som företagsrådgivare stöter jag allt som oftast på problemet med värdering av företag. Det finns olika sätt att se på ett företags värde, beroende på i vilket syfte man beräknar ett värde. En köpare av ett företag har ett värde, säljare ett annat. I samband med generationsskifte inom familjen finns ett tredje. Orsaken är ofta att man vill ge exempelvis barn goda möjligheter att driva verksamheten vidare. Dessutom ses det oftast som ett förskott på arv. Önskan om fortsatt fortlevnad för företaget finns naturligtvis även hos säljaren oavsett vilken köparen är. Säljaren har jobbat länge med verksamheten och känner ofta starkt för den, men viljan att få bra betalt är större när köparen finns utanför familjen.

Det finns olika metoder för värdering av företag. Det är inte lika självklart enkelt som att värdera fastigheter, även om det kan finnas svårigheter även med dessa. Enligt min uppfattning saknas jämförbara objekt då alla företag är unika på något sätt. Största svårigheterna möter vi i ägarledda bolag med omsättning under 100 Mkr. Skälet till god lönsamhet kan finnas i kunskapen hos ägaren, en speciell kund eller leverantör, eller en kombination av dessa. Orsaken till att en kund är kund kan vara den goda relationen mellan ägaren och kunden. I samband med försäljning av bolaget försvinner oftast kunskap och relationer när ägaren slutar. Detta kan leda till stora svårigheter för företaget som inte längre har den utveckling som köparen räknat med. Större företag har byggt upp en stab av nyckelpersoner, där ägaren kan vara en, men inte den enda. Företaget står och faller inte med att ägaren försvinner från verksamheten i större bolag.

Vid nästan alla företagsförsäljningar ska köparen finansiera köpet på något sätt. Vanligast är kombinationer med köparens egna kapital, banklån och säljarreverser, ofta förekommer även riskkapital från exempelvis ALMI. Riskkapital kan ibland också fås genom affärsänglar, dvs personer som är villiga att satsa en del kapital för att få hög avkastning under några år.

Som underlag för bankfinansiering görs grundlig utredning om återbetalningsförmågan. En viktig parameter är då den värdering av bolaget som gjorts. En del i en värdering är framtida utveckling för bolaget, dvs vilket kassaflöde kan genereras. Detta kassaflöde ska bära återbetalningen till finansierarna. Återbetalning av förvärvskrediter ska ofta ske under kort tid, 3-7 år. Detta är oftast den tid man bedömer kan överblickas. Allt för mycket i ett företags omvärld förändras snabbt, och vem vet hur världen ser ut om fem år?

Värderingar utförs av flera olika aktörer på marknaden. De senaste åren har flera uppmärksammat det stora antalet fyrtiotalister 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.

Metoderna vid värdering av företaget skiljer sig något åt mellan dessa aktörer. Flera av dem använder ett par olika värderingsmetoder och väger ihop dessa till ett fastställt värde. Vilket pris man sedan får är beroende på vad köpare vill betala.

## **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.

Det är viktigt att pågående generationsskiften blir lyckade, ur ett bankperspektiv men också ur ett samhällsperspektiv. Småföretagen anses allmänt vara en motor för utveckling, det är ur de små företagen de stora bildas. Dessutom sysselsätter småföretagen en stor andel av arbetskraften i Sverige idag. Fortlevnaden av dessa företag är en del av Sveriges framtid. Företagarförbundets publikation "Sveriges småföretag" (2009) visar att 1,1 miljoner människor var sysselsatta i småföretag 2008. Småföretag definieras enligt SCB som företag med färre än 50 anställda. Enligt samma definition är 99% av Sveriges alla privata företag småföretag samma år, 2008. Samma publikation visar också att det är i de små företagen flest jobb skapas.

Att värdera företagen rättvist och därmed finansiera köp av företag på ett bra sätt, är alltså en viktig fråga för många; köpare, säljare, finansär och samhälle. Vad som är rättvist är problemet, eftersom det bygger på en subjektiv bedömning om ett företags framtid. Med en felaktig värdering och för hög belåning av förvärvet kan hela företagets framtid sättas på spel. I stället för att lägga fokus på verksamheten och dess utveckling, måste ägaren koncentrera sig på att lösa likviditeten, vilken i sig kan vara omöjligt om inte resultaten blir det beräknade.

## **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 avvikelserna 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 fastställd 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

Ansatsen i uppsatsen är hermeneutisk med tyngdpunkt på förståelse. ”Att förstå är att finna en betydelse eller mening” (Andersson, 1979). Andersson skiljer på orsak och förståelse, att förstå är att se mer vidsynt på orsakerna, helt enkelt att ta in fler variabler i en bedömning.

I min inledning tar jag upp ett av problemet med företagsvärdering är att helt jämförbara objekt saknas. Det är alltid en fråga om subjektiva bedömningar vid företagsvärdering, att tolka data utifrån förståelse och erfarenhet. Det vore enkelt om vi i företagsvärderingar kunde använda oss av positivismens naturlagar; givet ett visst värde får vi ett förutbestämt scenario. Så lätt är det dock inte utan ett företags värde varierar över tiden beroende på ett antal variabler i omvärlden, vars betydelse ska bedömas tillsammans med fakta om bolagets verksamhet.

Enligt Andersson råder inom hermeneutiken enhet mellan känsla och förnuft (Andersson, 1979). I den här betydelsen är känsla kännedom och kunskap om något, vilket ska vägas ihop med förnuftet.

Andersson beskriver vidare att forskning innebär tolkning av fakta utifrån erfarenhet. Detta kan vara en förklaring till att företagsvärderingar skiljer sig åt mellan olika värderingsmän, trots att man använder samma metoder.

### 2.2 Angreppssätt

I mitt yrkesliv har jag skaffat mig en erfarenhet av företag och dess värdering, till stor del präglad ur ett finansieringsperspektiv. Jag har valt att studera litteratur inom området för att få en vidare förståelse, samt studera praktiska fall, för att om möjligt hitta nya variabler av betydelse vid företagsvärdering.

Enligt Chalmers (1999) innebär ett induktivt angreppssätt generaliseringar efter studier av ett antal. Genom att studera en viss företeelse hos en grupp kan vi dra slutsatsen att det gäller för alla deltagare i gruppen. Eftersom jag studerar ett antal värderingar/köpeskillningar för företag och jämför det med ett utfall är angreppssättet induktivt. Att det sedan är möjligt att dra slutsatser för alla värderingar är osannolikt, eftersom varje företag är unikt med sina förutsättningar. Min ansats är att försöka härleda teori ur fakta, men det kan visa sig att fakta stöder redan presenterade teorier. Enligt Carlsson (1990) är det ett vanligt fenomen i forskningen med växelverkan mellan induktion och deduktion .



## **2.3 Datainsamlingsmetod**

Företagsvärderingar är ingen officiell handling. För att få tillgång till dessa krävs godkännande av beställaren. Detta gäller de fall där en mäklare eller värderingsman har varit delaktig i försäljningsprocessen. Som nämnts i inledningen händer det att köpare och säljare kommit överens om ett pris utan någon formell värdering. Köparen har naturligtvis gått igenom företagets ekonomiska status och förhållande i övrigt och på så sätt värderat efter sin förmåga. I de här fallen har de ofta hjälp av revisorn. Det kan vara både revisorn i eget bolag eller revisorn i det bolag som ska förvärvas.

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 företagets 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**

Två faktorer har varit av mer betydelse för uppsatsen än andra, tiden och tillgängligheten av data. Tiden är en begränsande faktor för alla som skriver uppsats och man tvingas göra ett antagande om hur mycket man hinner med. I det här fallet är tillgängligheten också av stor betydelse då värderingar och köpeskillingar inte är officiella handlingar när det gäller företagsöverlåtelser. Mitt jobb har gett mig en gynnsam situation. Jag har egen erfarenhet och kunskap om gjorda företagsöverlåtelser, och jag har nära kontakt med Swedbank företagsförmedling. Det är säkert svårt för utomstående att ta del av de värderingar jag fått, det bygger mycket på det sekretessavtal bankanställda alltid skriver på, samt ett förtroende mellan mig och i det här fallet, Dan Gårdström på Swedbank Företagsförmedling. Dan har en ledande befattning i Swedbank företagsförmedling, på Sverigenivå. Detta har gjort att jag kunnat ta del av värderingar från hela Sverige. Urvalet till vilka värderingar jag fått ta del av har gjorts av Dan. Värderingarna har varit aktuella, ibland för aktuella. Det hade varit mer intressant att se äldre värderingar och studera en hel femårsperiod efter värderingen.

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 köpeskillning, 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.foretagsvardering.org](http://www.foretagsvardering.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.

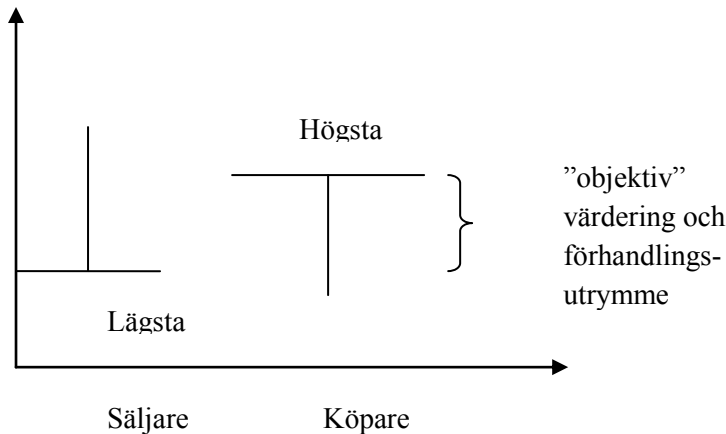
Skillnad finns i begreppen värde och pris vilka sällan överensstämmer. Priset grundar sig på en värdering men innehåller kompletterande variabler, exempelvis villkor och synergieffekter, och är en förhandlingssak mellan köpare och säljare. (Öhrlings, 2007)

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.

Inför företagsöverlåtelser är tidsfaktorn viktig. För köparen att kunna bilda sig en ordentlig uppfattning och värdera bolaget efter sina egna förutsättningar, för säljaren att se till att bolaget är i så bra skick som möjligt, så att bästa pris blir uppnått. Artiklarna ”Small business financial” (Comaford-Lynch, 2007) och ”When strategy and valuation meet” (Rechnitz, 2004) belyser möjligheterna att få bättre betalt med att se över sitt kassaflöde. Förändringar i rörelsekapitalet slår direkt mot kassaflödet och ett högre kassaflöde indikerar högre värde. Det kan vara så enkelt som att förhandla med kunder och leverantörer om andra kredittider.

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 objektiva värde där de flesta värderingar hamnar inom. Detta då värderingarna utgår ifrån samma antagande, exempelvis att det är för en köpares 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 värderingar 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.



figur 1 Företagets värderingsgap, Hult (1993)

### 3.2 Värderingsmetoder

Enligt Palepu mfl (2007) finns det flera olika metoder för att värdera företag. De nämner de vanligaste som: substansvärdering, multipelvärdering och varianter av kassflödesvärdering med fokus på utdelning, tillväxt eller likviditet. Palepu mfl (2007) menar också att olika värderingsmetoder används vid olika tillfällen, främst beroende på vilken typ av företag som värderas. Ingen metod är bättre än någon annan, hävdar de, men säger samtidigt att den metod som mest lärs ut är kassflödesvärdering med DCF-teknik. De förordar vidare att göra företagsvärderingar med hjälp av flera metoder och jämföra dessa.

Innan värdering kan göras måste bolaget analyseras och antagande göras. Nilsson mfl redovisar i sin bok Företagsvärdering (2002) för två ansatser, Teknisk analys och Fundamental analys. Teknisk analys grundar sig på en aktiekurs rörelser som ett mått på en enskilds akties värde, medan fundamental analys ser på fler delar i en företagsvärdering. Eftersom jag valt att studera onoterade bolag, går jag inte in på teknisk analys utan koncentrerar mig på fundamental analys och dess metoder.

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 överenskommet 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.

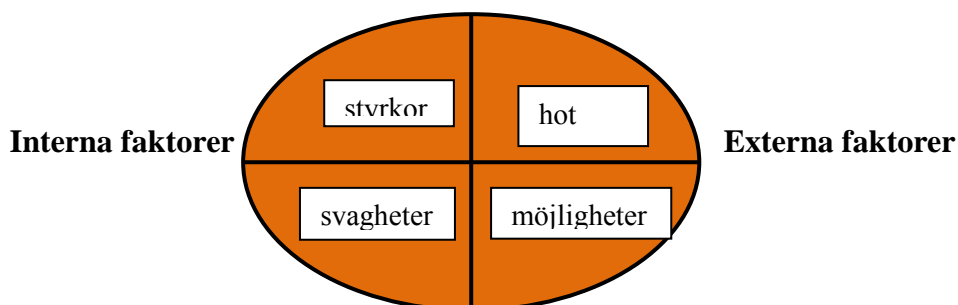
Michael Porters Competitive strategy blir här tillämpbar. Porter menar att det finns fem faktorer som påverkar möjligheten till och storleken på vinst:

- **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 till 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.
- **Hot från ersättningsprodukter.** Det behöver inte vara samma produkter, Nilsson m.fl. (2002) menar att SJ exempelvis konkurrerar med SAS, dvs resenärer har olika alternativ för sin resa.
- **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 oftast 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, Opportunities och Threats, och blir en kvalitativ bedömning av företagens 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)



Figur 2 Swotanalys, egen bild

### 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 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 genomlysna 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 inte räknas med. (Nilsson m.fl., 2002)

### 3.2.3 Finansiell analys

Genom nyckeltalsanalys 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 engångskaraktär 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

Vid avkastningsvärdering används någon form av bedömning av framtida överskott som diskonteras till nuvärde. Överskottet som diskonteras kan vara utdelningar, kassaflöde eller residualvinster. Med residualvinst menas det värde som kan skapas utöver det bokförda värdets möjligheter till vinst. Exempelvis finns i de flesta företag redan avskrivna tillgångar som ändå genererar ett överskott.

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 värdet 1 000 000 kr. Om avkastningskravet i stället är 20% blir värdet 500 000 kr. Med samma avkastningskrav men 50 000 kr i överskott blir värdet i stället 500 000 kr respektive 250 000 kr. Detta speglar förhållandet mellan avkastningskravet och värdet, 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. På grund av 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
  - Investeringar
  - /+ förändring av rörelsekapital
- = Fritt kassaflöde**

Vid nuvärdesberäkning ska en kalkylränta anges. Denna ska vara vägd med hänsyn till för företaget lämplig skuldsättning, kostnad för lånat kapital och avkastningskrav på eget kapital.

Vägd kalkylränta benämns WACC (weight average cost of capital) (Öhrlings, 2007). WACC kan definieras som den lägsta avkastning som ett företag kan tolerera för att klara långgivares räntekrav och sina ägares utdelningskrav.

Formeln för WACC ([www.foretagsvardering.org](http://www.foretagsvardering.org)) (Krishna m.fl. 2007):

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc)$$

- 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























































