

FÖRETAGSVÄRDERING

– GOD VÄRDERINGSMODELL

Magisteruppsats i Företagsekonomi

Charlotta Svensson
Sebastian Wendahl

VT 2012:MF:07



HÖGSKOLAN I BORÅS
INSTITUTIONEN HANDELS- OCH IT-HÖGSKOLAN

Svensk titel: Företagsvärdering – God värderingsmodell

Engelsk titel: Business Valuation – Good valuation model

Utgivningsår: 2012

Författare: Charlotta Svensson och Sebastian Wendahl

Handledare: Hossein Pashang

Abstract

Acquisitions and the need for business valuations have increased as the business world has changed and has become more complex. Business valuations are carried out in many different situations with different purposes e.g. in relation to mergers, stock valuation and credit estimations. In these situations there are also different actors with different intentions with the valuation. As a result of this several methods and models exists to use for business valuation.

The purpose of this study is to create three types of understandings related to business valuation; understanding of valuation models, understanding for how they are used in practice and an understanding for what a good valuation model is. Studying relevant literature, articles and material gathered from interviews with professionals working with business valuation, creates these understandings.

A qualitative method is applied in this study with an inductive onset as these approaches are considered to be the most appropriate ones for the purpose mentioned above. Primary and secondary data is used in the study. The primary data is the material collected through interviews with three professionals and the secondary data is gathered from literature and articles within the area of study.

In the theoretical framework information about valuation theory, the term value and the different situations valuations are used can be found. Fundamental analysis is also presented along with explanations of a number of valuation models.

The empirical chapter presents the results drawn from the three interviews performed. The results are presented by theme as this presents a good view of the respondent answers in the different questions. This chapter ends with a summary of the results.

The analysis brings the theoretical framework together with the empirical findings. The analysis focuses on the term value, the valuation models use in real life as well as what a good valuation model is. The analysis is the base of the conclusions presented in the final chapter where suggestions of future research also can be found.

Generally, the valuation models existing in the literature are also used in practice. The literature and the practitioners also agree that business analysis (fundamental analysis) are an important base for the valuation models and more than one model should be used to end up with the most accurate value as possible. The term value is difficult to get a grip on as it can be interpreted as both speculative and institutional. The language of this thesis is Swedish.

Keywords: Business Valuation, Good Valuation Model, Fundamental Analysis, DCF-Analysis, Substance Valuation, Multiple Valuation, Market Valuation.

Sammanfattning

Allteftersom affärsvärlden har förändrats och blivit allt mer komplex har även företagsförvärv blivit allt mer vanligt och behovet av företagsvärderingar ökat. Företagsvärderingar utförs i många olika situationer och för olika syften t.ex. i samband med sammanslagningar, vid värdering av aktier eller kreditgivning. I dessa situationer finns även aktörer som alla har olika intentioner med värderingen. Därför finns det ett antal metoder och modeller att applicera vid en värdering.

Denna studies syfte är att skapa tre olika typer av förståelse relaterat till företagsvärdering: förståelse för värderingsmodeller, förståelse för hur modellerna används i praktiken samt förståelse för vad en god värderingsmodell är. Förståelsen skapas genom att studera litteratur, artiklar samt insamlat material från intervjuer med personer som arbetar med företagsvärdering i praktiken.

Studien utförs med en kvalitativ metod samt en induktiv ansats eftersom dessa anses lämpliga för det ovan nämnda syftet. Både primär och sekundär data kommer användas, den primära i form av materials samlad från intervjuer med tre olika företagsvärderare och sekundär data i form av relevant litteratur och artiklar inom området företagsvärdering.

Den teoretiska referensramen innehåller information om värderingsteori, begreppet värde samt olika värderingssituationer som kan uppstå. Begreppet fundamental analys framställs tillsammans med förklaringar av utvalda värderingsmodeller.

I det empiriska kapitlet presenteras resultaten som framkommit ur de tre intervjuer som utförts. Resultatet presenteras efter tema då detta ger en god inblick i vad de olika respondenterna anser i olika frågor och kapitlet avsluts med en sammanställning av resultatet.

I analysen förs den teoretiska referensramen samman med det empiriska kapitlet. Analysens fokus är på begreppet värde, värderingsmodellernas användning samt vad en god värderingsmodell kan vara. Analysen är utgångspunkten för de slutsatser som dras i det sista kapitlet där även förslag om fortsatt forskning inom området framställs.

I stort sett förekommer de värderingsmodeller som presenteras i litteraturen även i praktiken. Litteraturen och praktiken är även överens om att företagsanalyser (fundamental analysen) är en viktig grund för värderingsmodellerna samt för att få ett så verkligt värde som möjligt så bör fler än en modell tillämpas. Begreppet värde är svårt att få grepp om då det kan uppfattas både som spekulativt och institutionellt.

Nyckelord: Företagsvärdering, god värderingsmodell, fundamental analys, kassaflödesvärdering, substansvärdering, multipelvärdering, marknadsvärdering

Innehållsförteckning

1	Inledning	3
1.1	Problembakgrund	3
1.2	Tema	4
1.3	Problemdiskussion	5
1.4	Problemformulering	5
1.5	Syfte	5
1.6	Avgränsningar	6
1.7	Disposition	6
2	Metod	7
2.1	Vetenskaplig metod	7
2.2	Vetenskaplig ansats	7
2.3	Intervjuer	8
2.3.1	Bakgrundsinformation om respondenterna	9
2.4	Reliabilitet och validitet	10
2.5	Datainsamling	11
2.5.1	Val av data	11
2.6	Källkritik	11
2.7	Sammanfattning	11
3	Teoretisk referensram	12
3.1	Värderingsteori	12
3.2	Litteraturstudie av begreppet värde och värdering	13
3.2.1	Värderingssituationer	15
3.2.2	Publika och privata företag	18
3.3	Värderingsmetoder	18
3.3.1	Fundamental analys	19
3.4	Värderingsmodeller	33
3.4.1	Avkastningsvärdering	33
3.4.2	Multipelbaserad värdering	36
3.4.3	Substansvärdering	38
3.4.4	Marknadsvärdering	41
3.5	Sammanfattning av teoretiskreferensram	42
4	Empiri	45
4.1	Hur ser respondenterna på begreppet värde?	45
4.2	Vilka värderingsmodeller använder respondenterna och vilka är dess för- och nackdelar?	45
4.3	Hur ser respondenternas värderingsprocesser ut?	47
4.4	Hur ser respondenterna på företagsanalys i samband med värdering?	48
4.5	Hur ser respondenterna på skillnader i företagsvärdering mellan olika branscher och olika typer av företag?	49
4.6	Har nya modeller uppstått genom åren?	50
4.7	Vad är en god värderingsmodell för respektive respondent?	50
4.8	Sammanställning av respondenternas svar	51
5	Analys	53
5.1	Värdering	53

5.2	Analys av värderingsmodellerna	54
5.3	Vad är en god värderingsmodell?.....	55
6	Slutsatser & avslutande diskussion	59
6.1	Slutsatser	59
6.2	Avslutande diskussion	60
7	Källförteckning.....	61
8	Bilaga - Intervjufrågor	64

Figurförteckning

Figur 1: Fundamental analysens komponenter

Figur 2: Anpassningen av Porter's Konkurrenskraftiga strategier

Figur 3: En grafisk representation av kassaflödesvärdering

Figur 4: Substansvärderingens komponenter

Figur 5: Demonstration av förhållandet mellan köparen, säljaren och den oberoende värderaren

Figur 6: Sammanställning av respondenternas svar.

1 Inledning

Detta kapitel är utgångspunkten för den resterande studien. Studiens bakgrund och centrala begrepp presenteras samt problematiken som rör ämnet företagsvärdering. Studiens frågeställningar framställs även här tillsammans med studiens syfte och dess avgränsningar.

1.1 Problembakgrund

Affärsvärlden har blivit allt mer dynamisk och företag strävar allt oftare efter att maximera sitt värde genom företagsköp och avyttringar (Frykman & Tolleryd, 2003). Ämnet företagsvärdering relateras i första hand till köp och försäljning av företag. Enligt Crain (2006) uppkom företagsvärdering i finansvärlden för cirka 25 år sedan i USA när det blev allt vanligare att värdera företag. Sedan dess har värderingspraktiken utvecklats och blivit allt mer komplex. Det krävs speciell utbildning för att utföra värderingar och många specialiserar sig inom olika industrier och områden (Crain, 2006).

Av många olika anledningar har företagsvärdering fått en ökad betydelse då man i många situationer behöver veta företags värde. Självklart behöver man veta värdet i samband med försäljning eller uppköp men även vid sammanslagningar och fusioner, vid värdering av aktier och kreditgivning och vid uppdelning av vinst samt när nedskrivning ska bestämmas. Som framgår av detta är det ett antal aktörer, t.ex. investerare, bank och aktieägare, som använder företagsvärderingen i de olika situationerna (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). I en köp/sälj situation är värderingen endast en del i processen. Detta är en förhandling där säljarens värde och köparens värde ska mötas någonstans på mitten för att försäljningen ska bli verkighet. I denna situation värderar man alltså företaget för att ha en utgångspunkt för förhandlingarna och då det värde som parterna slutligen kommer överens om (Hult, 2003).

Ett antal metoder och modeller används för värdering, vilken modell eller metod som väljs påverkas av olika faktorer. Företagsvärdering kan utföras för ett antal syften och resultaten kan variera beroende av dessa syften. Vid försäljning t.ex. vill säljaren ha en så hög värdering som möjligt av företaget för att tjäna mer på försäljningen. Men när företaget t.ex. ska värderas för skattesyfte vill man istället ha ett lägre värde av företaget. Företagets storlek kan även påverka vilket metod som används vid värderingen (Gabehart & Brinkley, 2002). Lundén och Ohlsson (2007, s 26) föreslår att flera värderingsmetoder bör användas vid företagsvärderingen för att försäkra sig om att man är på rätt spår.

1.2 Tema

Studiens tema är företagsvärdering vilket är ett komplicerat ämne med olika externa och interna aspekter. I litteraturen beskrivs fyra perspektiv som bestämmer företags värde. Värdering kan vara psykologiskt, där värdet avgörs av hur personen uppfattar det och vilket pris som helst kan accepteras om andra investerare är villiga att betala priset (Damodaran, 2012). Värde kan även ses ur ett perspektiv där marknads effektivitet påverkar det verkliga värdet. Om marknaden inte är effektiv kan marknadspriset avvika från det verkliga värdet (Damodaran, 2012). Prisrörelse i aktier är ytterligare ett perspektiv som identifieras i litteraturen som kan avgöra värde (Damodaran, 2012). Slutligen kan värdet även bestämmas baserat på ett företags redovisning och vad Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) kallar fundamental analys. Fundamental analysen är uppbyggd av tre företagsanalyser (strategisk, redovisning och finansiell) som sedan utgör grunden för ett antal värderingsmodeller som beräknar värde.

Denna studie fokuserar på det sistnämnda perspektivet, redovisning och fundamental analysen, eftersom studiens ämnesområde är just redovisning vilket inkluderas främst i dessa perspektiv.

Redovisningen spelar stor roll i företagsvärdering och fundamental analysen då en stor del av informationen som används kommer från företagets redovisning. Själva redovisningen används sällan för att bestämma värdet men redovisningsdata är användbart i samband med fastställandet av värdet (Lee, 1999).

I litteraturen finns ett antal modeller och metoder som används för att värdera företag. I studiens teoretiska referensram kommer följande modeller framställas; avkastningsvärdering (diskonterat kassaflöde), multipelvärdering, substansvärdering samt marknadsvärdering (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Avkastningsvärdering är baserad på företags historiska resultat och man utför analyser på resultat, kassaflöde eller utdelningsbara medel. I en multipelvärdering jämför värderaren företaget i relation till andra företag inom samma bransch och segment och med hjälp av värdemultiplar beräknas företagets värde. Substansvärdering baseras istället på företagets tillgångar och skulder, skillnaden mellan dessa är substansvärdet. För att få fram det verkliga substansvärdet måste man justera balansräkningen till marknadsmässiga värden. Marknadsvärderingen baseras på det pris marknaden är villig att betala för liknande företag enligt erfarenhet (Lundén & Ohlsson, 2007). Eftersom de ovan nämnda modellerna förekommer frekvent i litteraturen och är till stor del relaterade till fundamental analysen och redovisning anses de vara lämpligast att använda i studien.

Studiens empiriska material är baserat på intervjuer med yrkeserfarna personer som har många års erfarenhet av företagsvärdering och på så sätt fångas praktiken av värderingsmodeller upp.

1.3 Problemdiskussion

Det finns ett antal problem identifierade i litteraturen som är relaterade till företagsvärdering samt fundamental analys som kan komma att påverka den slutliga värderingen.

1. Redovisningens kvalitet har inverkan på värderingen då det är denna information som är grunden för många värderingsmodeller.
2. Modellernas kvalitet är också avgörande för värderingen. Många modeller är baserade på antaganden vilket kan göra värderingen spekulativa.
3. Värderingsmodellens tillämpning i praktiken.
4. Enligt Hult (2003, s 12) finns ”ingen klar rättspraxis för hur bolag skall värderas”. Informationen och kunskapen om hur värderingar genomförs är begränsad och det finns ”ett behov av att innebörden av god värderingssed kartläggs”

Denna studie kommer till viss del belysa alla ovanstående punkter men störst fokus läggs på de två sistnämnda eftersom denna studie kommer försöka skapa förståelse för de värderingsmodeller som finns och hur de används i praktiken samt försöka fastställa vad en god värderingsmodell är. För att kunna göra denna jämförelse måste företagsvärdering och de olika metoderna presenteras ingående i en teoretisk referensram. Information om hur företagsvärdering hanteras i praktiken kommer samlas från intervjuer med företag som arbetar med företagsvärdering då de som experter kan ge en djupare inblick i ämnet.

1.4 Problemformulering

Studien fokuserar på att svara på följande frågeställningar:

- Hur fungerar valda modeller och under vilka förutsättningar används dem?
- Hur tillämpas modellerna i praktiken och hur motiveras användningen av dessa?
- Hur ser värderare i arbetslivet som vi intervjuat på begreppet god värderingsmodell?

1.5 Syfte

Syftet med denna studie är att skapa förståelse för värderingsmodeller och hur de används i praktiken samt skapa förståelse för vad en god värderingsmodell är.

1.6 Avgränsningar

Då detta är en kvalitativ studie där vi använder teori för att analysera praktiken, så avser vi inte att mäta någon mängd eller hur ofta något förekommer. Vi är medvetna om att alla modeller används på olika sätt, vilket reflekterar värderarnas åsikters skillnader, och pratar därför om modeller på det sättet den akademiska litteraturen beskriver dem. Litteraturen beskriver hur modellerna fungerar, men som vi är tydiga med i problemformuleringen (...vilka modeller existerar och under vilka förutsättningar används dem...) så är vi medvetna om att tolkningsrätter är fria i hur och till vilket syfte modellerna ska användas. De är verktyg som de professionella värderarna använder på olika sätt. Det är därför vår uppsats avser att skapa förståelse för fenomenet värdering och inte undersöka värdering kvantitativt.

1.7 Disposition

Kapitel 2 - Metod

I det andra kapitlet beskrivs studiens tillvägagångssätt vad gäller val av bl.a. metod och vetenskaplig ansats.

Kapitel 3 - Teoretisk referensram

I det tredje kapitlet presenteras värderingsteori samt litteraturstudie av begreppet värde och i vilka situationer företagsvärdering utförs. Genomgång av värderingsmetoder, fundamental analys, samt värderingsmodeller framställs även.

Kapitel 4 - Empiri

Här presenteras insamlat material och resultat från intervjuer som utförts med företagsvärderare.

Kapitel 5 - Analys

I detta kapitel kopplas den teoretiska referensramen samman med de empiriska resultaten relaterat till studiens syfte och frågeställningar.

Kapitel 6 - Slutsats & avslutande diskussion

I det sista kapitlet presenteras slutsatser baserat på analysen samt empiriska resultat tillsammans med förslag på hur studien i framtida forskning skulle kunna utvecklas.

2 Metod

I detta kapitel redogörs studiens tillvägagångssätt. Dels presenteras olika typer av metoder, vetenskapliga ansatser samt datatyper tillsammans med de val som gjorts i dessa frågor för studien.

2.1 Vetenskaplig metod

När specificerat vad som ska undersökas samt hur man ska gå till väga uppstår diskussionen om val av metod (Jacobsen, 2002). Generellt för en forskare finns det två olika tillvägagångssätt som kan tillämpas, nämligen kvantitativ och kvalitativ metod.

Syftet med denna studie är att uppnå tre typer av förståelse:

1. Förståelse för värderingsmodeller
2. Förståelse för hur de används i praktiken
3. Förståelse för vad en god värderingsmodell är

Syftet till studien indikerar att den kvalitativa metoden är lämplig att använda för dessa ändamål. Kvalitativ metod syftar till att skapa förståelse (Andersen, 1998) samt att den behandlar mjuk data som t.ex. tolkning av texter (Johannessen & Tufte, 2003). Medan kvantitativ forskning syftar till att förklara (Andersen, 1998) och lägger vikt på kvantitet i datainsamling och dataanalys och behandlar hård data där mätinstrument hjälper till att analysera större mängder information (Johannessen & Tufte, 2003). Då ändamålet för denna studie är att skapa förståelse för värderingsmodeller, hur de används i praktiken samt vad en god värderingsmodell är kvalitativ forsknings metod mest lämplig.

Studien utförs med hjälp av en teoretisk referensram samt intervjuteknik för att kunna skapa förståelse om hur användarna av värderingsmodeller tolkar praktiken. En kvalitativ studie erbjuder flexibilitet då författarna ges en frihet att omformulera sin frågeställning under arbetets gång, så att den i slutskedet matchar den kunskap som framställts (Jacobsen, 2002). Det negativa med den kvalitativa studien är att materialet lämpligt för en dokument studie kanske inte alltid ger svar på just frågorna som undersöks (Andersen, 1998).

2.2 Vetenskaplig ansats

Enligt Olsson och Sörensen (2008, s 32) föds allt vetenskapligt arbete ur frågande. Valet av forskningsansatsen speglar tillvägagångssättet för det vetenskapliga arbetet (Andersen, 1998). I huvudsak finns två olika ansatser att välja; deduktiv och induktiv (Bryman & Bell, 2011).

Olsson och Sörensen (2008, s 32) beskriver deduktiv ansats som ”när man från allmänna principer drar slutsatser om enskilda företeelser”. Man kan även säga att man testar en befintlig teori genom att göra vissa antaganden i en hypotes och sedan med hjälp av, ofta kvantitativ, metod prövar man teorin (Bryman & Bell, 2011).

Nationalencyklopedin (2012) definierar induktion som ”slutledning i vilken man sluter sig till ett generellt samband från ett antal enskilda fall”. Här utgår man alltså från observationer och resultat och utifrån det formas en teori, med hjälp av kvalitativ forskningsmetod (Olsson & Sörensen, 2008). Bryman och Bell (2011, s 13) menar dock att resultatet av en induktiv ansats inte alltid leder till en ny teori utan ofta blir en generell tes. Mer generellt så genererar en induktiv ansats en sammanförd teori utifrån upptäckter i verkligheten som sammanförs i principer (Olsson & Sörensen, 2008).

Denna studie präglas av både deduktiv och induktiv ansats. För att kunna utföra intervjuer samlas och tolkas först information i form av litteratur och artiklar, vilka är befintlig teori, som sedan är grunden för de intervjufrågor som sammanställs till intervjuer som utförs med yrkesutövande företagsvärderare. Utifrån materialet insamlat från intervjuer samt den teoretiska referensramen formas sedan en slutsats om värderingsmodeller, hur de används och god värderingsmodell, i form av en teori. En blandning av deduktiv och induktiv ansats gör det möjligt att utföra denna studie.

2.3 Intervjuer

Det finns olika datainsamlingsmetoder att använd sig av t.ex. intervjuer eller frågeformulär. Att ställa utvalda frågor till en person med kunskap om ämnet är, enligt Lantz (1993), det lättaste sättet att samla information. Olsson och Sörensen (2008, s 80) förklarar intervjuens syfte som att man ”genom frågor söker nå kunskap om undersökningspersonens värld”. För att informationen man samlar ska vara tillförlitlig och väsentlig krävs det omsorg vid val av respondenter så att detta speglas i dem (Lantz, 1993).

Intervjuer kan utföras på olika sätt och man pratar ofta om standardisering och strukturering i samband med utformningen av intervjun. Standardisering syftar till hur pass de olika intervjuerna liknar varandra, används samma frågor och är omständigheterna de samma för respondenterna. Ju högre grad av standardisering ju mer lika är intervjuerna. Kvantitativa studier har ofta hög standardisering. Låg standardisering ger dock större variationsmöjligheter då man istället anpassar frågor och dess ordning efter hur de passar in samt att man är fri att ställa olika följdfrågor baserat på de svar man får. Intervjuer i kvalitativa studier har ofta låg standardisering (Trost, 2005).

Med strukturerad intervju eller frågeställning menas att det finns fasta svarsalternativ, tvärtom har en ostrukturerad intervju eller frågeställning öppna svar (Trost, 2005). Det finns alltså olika typer av intervjuer och frågeställningar som passar till de olika typerna av studier. En strukturerad intervju lämpar sig bäst i en kvantitativ studie. För kvalitativa studier, som den här, lämpar sig öppna (ostrukturerad) eller delvis (semi) strukturerade intervjuer och frågeställningar bättre. I en öppen intervju ställer intervjuaren en fråga och

låter respondenterna fritt svara på frågan, intervjun liknar en konversation i karaktären. Den delvis strukturerade intervjun är väldigt lik den öppna intervjun med den enda skillnaden att intervjuaren är insatt i ämnet som behandlas i intervjun och har förberedda frågor med sig in i intervjun. De förberedda frågorna kommer ställas på liknande sätt till alla respondenter. Öppna och delvis strukturerade intervjuer erbjuder båda flexibilitet i dess utförande vilket gör att de är lämpliga för kvalitativa studier (Bryman & Bell, 2011).

Då denna studie har ett relativt klart syfte är den delvis strukturerade intervjuformen med låg standardisering den mest lämpade för studien (Bryman & Bell, 2011). Intervjuerna utförs vid ett tillfälle för respektive respondent där ett antal öppna frågor ställs som är i förväg bestämda. Varje respondent intervjuas i ca en timme beroende av hur långa svar de har. Respondenterna i intervjuerna är personer som arbetar som företagsvärderare och har erfarenhet av ämnet. De anses därför besitta både tillförlitlig och väsentlig information (Lantz, 1993).

Resultaten från intervjuerna presenteras efter tema för att få en så god överblick av svaren som möjligt och är disponerat på följande sätt:

- 4.1 Bakgrundsinformation om respondenterna.
- 4.2 Hur ser respondenterna på begreppet värde?
- 4.3 Vilka värderingsmodeller använder respondenterna och varför?
- 4.4 Hur ser respondenternas värderingsprocesser ut?
- 4.5 Hur ser respondenterna på företagsanalys?
- 4.6 Hur ser respondenterna på skillnader i företagsvärdering mellan olika branscher och typer av företag?
- 4.7 Respondenternas syn på om nya modeller har uppstått genom åren?
- 4.8 Vad är en god värderingsmodell för respektive respondent?

2.3.1 Bakgrundsinformation om respondenterna

Respondent 1 är sedan drygt 30 år tillbaka auktoriserad revisor och har arbetat inom de fyra stora revisionsbyråerna under denna tid. Idag arbetar Respondent 1 på Ernst & Young i Borås med företagsförvärv och företagsvärdering, nästan uteslutande med fåmansbolag, alltså privata små till medelstora företag. Respondent 1 har främst svarat på intervjufrågorna ur ett köp och sälja perspektiv då det är ur detta perspektiv värderingen främst används.

Respondent 2 är för närvarande Senior Manager inom Corporate Finance (CFR) på PwC. Primärt jobbar Respondent 2 med företagsvärdering, försäljning av företag samt förvärv av företag. Samtliga områden berör "värdet" av företag. Respondent 2 har 6 års erfarenhet av företagsvärdering och, dessförinnan, 7 års erfarenhet av revision (som revisor) vilket är värdefullt vid företagsvärdering. Respondent 2 arbetar främst med "midmarket" vilket är små- till medelstora företag.

Respondent 3 är företagsmäklare på Swedbank Företagsförvärv i Borås och arbetar med värdering av små- och medelstora företag och alla former av ägarförändringar inom alla

typer av branscher. Respondent 3 har arbetat som företagsmäklare på Swedbank sedan 4 år tillbaka men har 25 års erfarenhet i branschen och av företagsvärdering.

2.4 Reliabilitet och validitet

Reliabilitet och validitet är två inslag i kvalitativ forskning som hjälper till att mäta forskningens kvalitet och vidare potential (Bryman & Bell, 2011). Enligt Olsson och Sörensens (2008, s 75) avser ”reliabiliteten hur bra vi mäter det som faktiskt mäts” och ”validiteten avser att vi mäter rätt sak”.

För att förklara begreppen närmare handlar reliabilitet om i hur stor utsträckning resultaten i en studie är repeterbara. Alltså till vilken grad ger ett och samma tillvägagångssätt och metod av ett test samma resultat vid ett senare testtillfälle? Reliabiliteten mäter tillförlitligheten och hur pass konsekvent studien är (Olsson & Sörensens, 2008). Enligt Bryman och Bell (2011) kan reliabilitet även kopplas till replikerbarhet. Studiens metod och tillvägagångssätt bör vara så pass väl beskriven att det vid senare tillfälle är möjligt att göra exakt samma studie utan större skillnader i resultatet (Bryman & Bell, 2011). Reliabilitet och replikerbarhet är mer förknippat med kvantitativ forskning än kvalitativ. Men då reliabiliteten mäter tillförlitligheten är det viktigt att alltid ta hänsyn till detta även i en kvalitativ studie som denna (Olsson & Sörensens, 2008). Replikerbarheten kan vara svårare att applicera på kvalitativa studier, speciellt om intervjuer används för att samla information. Åsikter och uppfattningar kan ändras med tiden, alltså är det inte säkert att en senare studie får samma resultat som den tidigare (Bryman & Bell, 2011).

Validiteten avser som tidigare nämnt att man mäter det som man säger att man ska mäta. Det finns många variationer av validitet. Bryman och Bell (2011, s 395) beskriver två versioner av validitet, intern och extern validitet, som kan kopplas till kvalitativ forskning. Intern validitet syftar till hur pass väl forskarens observationer matchar de teoretiska idéer som de genom forskningen utvecklat. Med extern validitet menas till vilken grad kan forskningens resultat appliceras på andra områden och ämnen som inte undersökts i den nuvarande studien.

Det finns en stark koppling mellan reliabilitet och validitet. Olsson och Sörensens (2008, s 75) skriver att ”hög reliabilitet innebär inte hög validitet, medan hög validitet medför hög reliabilitet”.

För att uppfylla kraven för validitet och reliabilitet kommer följande åtgärder vidtas i denna studie. För att öka validiteten grundas den teoretiska referensramen på källor av väsentlig karaktär som relaterat till studiens ämnesområde. De frågor som ställs i de intervjuer som ska utföras är tätt kopplade till studiens ämnesområde och de forskningsfrågor som ska besvaras. Studiens frågeställningar formuleras även på ett tydligt sätt för att undvika osäkerhet kring studiens syfte. För att öka reliabiliteten av studien används tillförlitliga källor som är uppdaterade och granskade. I intervjuerna

ställs frågor till kompetenta personer som är yrkesverksamma inom företagsvärdering. På så vis försäkras hög validitet och reliabilitet i denna studie.

2.5 Datainsamling

Datainsamling är grunden för forskningen och det finns många olika sätt att göra detta på. Man talar ofta om primär- och sekundärdata i forskningssammanhang. Primärdata är ny information som forskaren själv tagit fram medan sekundärdata är istället information som andra forskare tidigare tagit fram (Andersen, 1998).

2.5.1 Val av data

I denna studie kommer främst primärdata att samlas in och användas. Detta i form av litteratur och artiklar som är relevanta för området samt empiriskt material från de intervjuer som ska utföras för att få en inblick i hur företagsvärdering fungerar i praktiken och vilka modeller som används.

2.6 Källkritik

När man använder sig av olika källor i en studie är det viktigt att komma ihåg att förhålla sig kritiskt mot dem när man avgör dess kvalitet. Man bör bedöma tillgänglighet, relevans, autenticitet och trovärdighet av källan. För att källan ska kunna användas måste den alltså vara tillgänglig, relevant, autentisk och trovärdig enligt forskaren. Det är upp till forskaren att bedöma trovärdigheten både av den litteratur som studeras och svaren från de respondenter som intervjuas, detta är i sig en subjektiv bedömning (Grönmo, 2006).

I denna studie används som tidigare nämnt både sekundär och primärdata. Detta i sig ökar studiens trovärdighet. De sekundärkällor som används i studien granskas noga enligt ovan kriterier samt tas hänsyn till möjligheten att informationen är vinklad. De intervjuer som genomförs är med personer som är kunniga i området företagsvärdering och idag arbetar som företagsvärderare. Därför anses den information som samlas in vid intervjuerna som trovärdig, relevant och autentisk.

2.7 Sammanfattning

Sammanfattningsvis är detta en kvalitativ studie med induktiv vetenskapsansats. Både primär och sekundärdata kommer användas då studien baseras på litteratur, artiklar samt intervjuer med företagsvärderare. Validitet och reliabilitet är hög i studien då åtgärder som användning av trovärdiga och väsentliga källor samt att intervjuer utformas med väsentliga frågor.

3 Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras studiens teoretiska referensram. Inledande presenteras värderingsteori samt en litteraturstudie av begreppet värde tillsammans med ett urval av i vilka situationer företagsvärderings utförs. Därefter presenteras värderingsmetoden fundamental analys och slutligen förklaras utvalda värderingsmodeller.

3.1 Värderingsteori

Enligt Most (1977) finns det två olika dimensioner av meningen med ordet värde. En etisk och en materiell. Den etiska meningen handlar om att uppskatta och ta hänsyn till karaktären av en sak och dess inre meriter. Most (1977) anser att det är svårt att fastställa kvantitet baserat på den etiska dimensionen. När det kommer till den materiella meningen menar Most (1977) att ordet värde ofta förväxlas med pris, men "prices are material values observable in transactions" (Most, 1977, s 142). Pris är alltså en version av materiellt värde. Ytterligare kan materiellt värde definieras med en matematisk definition "value is the number or quantity represented by a figure or symbol" eller en redovisningsdefinition "any operation which results in the representation of an object as an amount of money" (Most, 1977, s 142).

Inom internredovisning identifierar Most (1977) internpriset som en metod vilken ger en användbar värdering. Internpriset kan baseras på tre olika faktorer; kostnad, marknad och förhandling. Ett kostnadsbaserat internpris är ingångsvärdet eller anskaffningspriset av en tillgång, ett marknadsbaserat internpris är utgångsvärdet eller det värde man säljer en tillgång för och ett förhandlingsbaserat internpris är värdet av en tillgång man kommer fram till i en förhandling mellan två parter. Detta illustrerar att det historiska värdet av en tillgång inte är det enda värdet som spelar roll i värdering (Most, 1977).

Most (1977, s 143) definierar värdering inom redovisning som "the assignment of numerals to objects according to rules, where the numerals are found within a monetary system". Reglerna som styr detta delas in i direkt och indirekt värdering.

En typ av direkt värdering är det samma som nuvärdet vars uträkning baseras på framtida netto inbetalning, tidsperioden associerad med dem samt diskonteringsräntan. För att få en mer exakt värdering kan man ta hänsyn till risk och skillnader i prisnivåer. Metoden används endast när framtida netto inbetalningar anses vara säkra. En annan typ av direkt värdering är försäljningspris. För att använda försäljningspriset måste det finnas en relevant marknad samt att objektet som säljs är tillgängligt för försäljning. Kostnader förknippade med försäljningen kan dras av för att få en mer exakt värdering (Most, 1977).

Most (1977, s 143) skriver att "where the property to be measured cannot be clearly identified, it may be assumed". I detta sammanhang används indirekt värdering och då används fyra olika värden från redovisningen; historisk kostnad, återanskaffningskostnad, återanskaffningsvärde samt kalkylerad kostnad. Den historiska kostnaden är anskaffningspriset. Återanskaffningskostnaden är priset som måste betalas för att ersätta objektet. Det finns dock två faktorer som återanskaffningskostanden inte tar hänsyn till. Det relevanta priset för värderingen är inte det framtida förvärvspriset utan priset på dagen då utbytet görs. Samt kan tekniska framsteg göra att objektet som ska ersättas förändras. Återanskaffningsvärdet tar dock hänsyn till detta. Kalkylerad kostnad är den kostnad som objektet borde kosta som man kommer fram till genom beräkningar (Most, 1977).

Most (1977, s 148) anser att "all value is subjective, existing only in the mind of the valuer". Därför kan det finnas otaliga värderingsmodeller vilka förändras med tiden. Men nuvärdet används allt mer vid värderingar, alltså fokus flyttar från historiska kostnader till ett nutida värde. Most (1977) identifierar sex mått som kan användas för att få fram nuvärdet;

1. Återanskaffningskostnad
2. Aktuella marknadsvärde
3. Nuvärdet av framtida netto inbetalningar
4. Återanskaffningsvärde
5. Potentiella intäkter från försäljning
6. Likvidationsvärde

Somliga använder sig endast av en av de ovan nämnda värderingsmodellerna medan det är vanligare att använda flera av dem då värde ska fastställas (Most, 1977).

Värde kan alltså både ses som att ha en etisk och materiell betydelse. Den materiella betydelsen bryts ner i två olika definitioner, en matematisk och en baserad på redovisning. Inom redovisningen finns många olika sätt att fastställa värdet av ett objekt, genom t.ex. internredovisningen, direkt- eller indirektvärdering eller genom nuvärdet. Värde är något subjektivt och står för olika saker för olika personer, därför kan det finnas ett oändligt antal värderingsmetoder enligt Most (1977).

3.2 Litteraturstudie av begreppet värde och värdering

Värde är ett begrepp som är svårt att definiera vilket är en stor del av problematiken kring företagsvärdering. Anledningen till detta är att en och samma tillgång kan vara värd olika mycket för olika personer och kan då ses som subjektivt (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Yegge (2002, s 8) tar som exempel att man köper en bil för en summa och grannen köper en identisk bil för en högre summa, vilken summa är då bilens

värde? Så länge båda personerna inte vet om den andra summan har bilen det värde de betalat, alltså är de identiska bilarna inte värd lika mycket för köparna. Olika aktörer kan även ha olika uppfattning av vad ett och samma företag är värt baserat på att de olika aktörerna har olika syften med värdet. Köpare, säljare, bank och värderare är några exempel på aktörer med intresse i företagsvärdering och de kan alla ha olika uppfattning om ett företags värde (Yegge, 2002).

PwC¹ (2007, s 7) anser att ”för finansiella investeringar ... grundas värdet i allmänhet på den ekonomiska nyttan som ägandet förväntas ge”. Den ekonomiska nyttan finns i ”löpande avkastning” och i ”värdeförändringar som kan realiseras vid försäljning eller avveckling av verksamheten” (PwC, 2007, s 7). Värdet kan alltså ses som det man får ut av tillgången ekonomiskt, men då aktörer kan få ut olika ekonomisk nytta av tillgångar kvarstår fortfarande samma problematik kring värdet (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Tolleryd och Frykman (2000, s 10) gör en liknelse av företags värde med ett träd där trädets frukt är företaget vinst och lönsamhet, alltså resultatet av vad man gjort bakåt i tiden. Balans- och resultaträkningen är grenar och stam och de representerar hur företaget ser ut i nutid. Under jorden finner man trädets rötter vilka speglar den framtida förmågan att producera frukt. Då rötterna inte syns på ytan kan de linkas med intellektuellt kapital eller immateriella tillgångar. Detta visar att det är viktigt att ta hänsyn till dåtid, nutid och framtid, samt det som inte syns på ytan, i en företagsvärdering då allt kan påverka värdet (Tolleryd och Frykman, 2002).

Enligt Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002, s 27) finns det inga företagsvärderingar som ger ett ”exakt, obestridligt eller korrekt svar” på företaget värde. Värdet är istället en ”subjektiv uppskattning av värdet baserat på värderarens analys, erfarenhet och kunskap” (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002, s 27). För att bestämma värdet använder man sig av olika modeller som är baserade på en del antaganden vilket förklarar att de inte ger ett obestridligt och exakt svar. Men modellerna som presenteras i teorin är dock vetenskapligt förankrade vilket ger legitimitet till dem (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). För att försäkra sig om att värderingen som utförs är så korrekt som möjligt anser Lundén och Ohlsson (2007, s 26) att man bör använda sig av fler än en värderingsmodell i sin värdering. Om beräkningarna med olika värderingsmodeller leder någorlunda liknande värde kan man anse att man är på rätt spår (Lundén & Ohlsson, 2007).

Kirrane (2009) skriver att man måste acceptera att olika koncept av värde från olika situationer leder till olika typer värden, såsom marknadsvärde, likvidationsvärde eller bokföringsvärde, men det leder sällan till ett rätt pris. I en värdering måste man ta hänsyn även till andra faktorer och information för att undvika feluppfattningar om värdet.

Kummerow (2006) föreslår att man ska utföra sin datainsamling och analys av värdet med samma metod vid varje värderingstillfälle. Detta för att kontrollera och standardisera

¹ Öhrlings PricewaterhouseCoopers

kvaliteten av värderingens resultat. Med hjälp av protokoll vid värderingsprocessen skulle resultaten bli mer korrekta och precisa enligt Kummerow (2006) som hänvisar till vetenskapens användning av protokoll vid analyser. Värderingens varierande natur gör dock att många olika värderingsmetoder används, värderingsmetoder anpassas efter värderingens syfte. Men det finns en strävan bland professionen efter att standardisera och på så sätt kontrollera värderingar.

I USA har The Appraisal Foundation tagit fram generella principer, att ta hänsyn till vid värderingar, som kallas Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP). Syftet med USPAP är att efterstäva en hög nivå av tillit mellan kunden och värderaren och ger bl.a. riktlinjer för hur värderaren ska kommunicera resultaten av värderingen till kunden.

Kummerow (2006) menar att protokoll och mer specifika riktlinjer för värderingen skulle hjälpa till att göra resultaten av värderingen mer konsekventa. Kritiker till idén att använda protokoll vid värderingar skulle, enligt Kummerow (2006), säga att det kanske fungerar i teorin, men inte i praktiken eftersom värderingar inte är en exakt vetenskap och att arbeta efter ett protokoll skulle göra värderingen ineffektiv och leda till märkliga resultat. Kummerow (2006) erkänner att denna kritik är befogad men menar att det ändå är värt att tänka på hur man kan utveckla värderingsmetoder som kan skrivas ner steg för steg så att vem som helst kan förstå dem. Protokollet bör även inkludera kontroller av hur stabil marknaden är samt hur förhållanden förändras med tiden. Slutligen skriver Kummerow (2006) att omdöme och beslut kommer alltid krävas vid en värdering men att mer öppenhet och konsekvens i värderingsmetoder skulle ge mervärde till värderingar.

3.2.1 Värderingssituationer

Företagsvärderingar utförs av olika anledningar och i samband att företagaren ställs inför olika situationer (Hult, 2003). För att få en inblick i vilka situationer en företagsvärdering ofta utförs presenteras fem exempel nedan; anskaffning av externt kapital, köp/försäljning av företaget, sammanslagning/fusion, börsintroduktion och incitament/bonusprogram.

3.2.1.1 Anskaffning av externt kapital

När ett företag behöver mer kapital för tillväxt kan man vända sig till externa finansiärer t.ex. en bank eller ett riskkapitalbolag.

I samband med ett banklån utför banken en kreditbedömning av företaget. I denna kreditbedömning ingår att utföra en värdering av företaget. Banken tittar på olika faktorer i företaget för att göra sin bedömning, bl.a. företagarens bakgrund, företagets affärsplan och budget för att se om företagaren är kompetent och om affärsplanen och budgeten är genomförbar och realistisk. Man tittar även på företagets redovisning, balans- och resultaträkning för att ta reda på företagets tillgångar, resultat och tillväxttakt. Nyckeltal hjälper även banken i sin bedömning för en djupare analys av företagets finanser. Man analyserar även företagets framtidsutsikter, om företaget kommer behöva låna mer i

framtiden och hur marknaden utvecklas. Efter att ha analyserat ovan nämnda faktorer gör banken sin kreditbedömning och fattar sitt beslut. Ju högre företaget värderas ju mer sannolikt är det att banken beviljar lånet (Lundén & Ohlsson, 2007).

Som tidigare nämnt kan företag även vända sig till riskkapitalsbolag vid anskaffning av kapital, privatpersoner kan även satsa riskkapital i företag, ett gemensamt namn är riskkapitalister (Lundén & Ohlsson, 2007). Ofta skickar företaget som behöver kapital sin affärsplan till olika riskkapitalister för att se vilka som är intresserade av att förhandla. I samband med detta utskick gör företaget själv en värdering av sitt företag att presentera för riskkapitalisterna (Tolleryd och Frykman, 2002). Riskkapitalisterna utför en bedömning av företaget som liknar den banken utför, som nämnts ovan, där företagsvärdering ingår, men tittar även på framtiden och avkastningen investeringen kan ge vid en senare försäljning. Om de beslutar att satsa kapitalet så får de i utbyte en andel, som speglar det satsade kapitalet, i företaget. Riskkapitalisten har ofta en förväntning av större avkastning på kapitalet de satsat än en bank då de tar en större risk. När riskkapitalisten säljer sin andel får han/hon sin avkastning i form av en kapitalvinst (Lundén & Ohlsson, 2007). Även i denna bedömning spelar företagsvärderingen en stor roll då det till stor del är grunden för riskkapitalistens beslut och den förhandling som uppstår. Riskkapitalisten gynnas av en lägre värdering medan företaget som ber om kapital gynnas av en högre (Tolleryd och Frykman, 2002).

3.2.1.2 Köp/försäljning av företaget

Företagsvärderingar utförs även vid köp och försäljning av företag. En säljare och en köpare är då involverade och båda har anledning att utföra företagsvärderingar av företaget. Säljarens syfte med värderingen är att värdera det högre så de inte får mindre betalt för företaget än vad det är värt. Medan köparens syfte är att värdera företaget lägre så de inte betalar mer för företaget än vad det är värt (Lundén & Ohlsson, 2007). Värderingen vid en försäljning skiljer sig något från finansiell värdering då man bör ta hänsyn till ”synergierna, samordningsfördelarna och de övriga strategiska värden” (Tolleryd och Frykman, 2002, s 19). Det kan vara svårt att värdera dessa faktorer och ofta uppstår en förhandling där ett pris fastställs vilket speglar företagets värde (Tolleryd och Frykman, 2002).

Enligt PwC (2007) är det praxis att en köpare utför en ”due diligence” innan ett köp. Detta är en grundlig analys av företaget som ska köpas och utförs ofta efter att en avsiktsförklaring angående förvärvet har skapats. En due diligence kan skilja sig från fall till fall men omfattar ofta ”kommersiell-, operationell-, finansiell analys samt skatte-, legala och miljöfrågor” (PwC, 2007, s 17). Köparen har dock inte samma tillgång till information som säljaren har vilket kan speglas i värderingen (Hult, 2003).

Säljaren kan inför en försäljning påverka företagets värde. Företagaren bör i god tid innan försäljningen utföra en värdering av företaget och på så sätt se var det finns möjligheter att påverka värdet (Lundén & Ohlsson, 2007). Lundén och Ohlsson (2007, s 30) menar att ”vid en avkastningsvärdering är det två faktorer som ökar värdet – avkastningen i

form av resultat eller kassaflöde samt kalkylräntan”. Vinsten kan vara svår att påverka med kassaflödet kan ökas genom att t.ex. minska kundfordringar eller sälja inventarier. Kalkylräntan kan påverkas genom att minska risken som är associerad med företaget. Detta gör man genom att ta fram positiva och tillförlitliga prognoser för företaget (Lundén & Ohlsson, 2007).

3.2.1.3 Sammanslagning/Fusion

I samband med sammanslagningar/fusioner bör de involverade företagen utföra företagsvärderingar i båda företagen. Enligt Lundén och Ohlsson (2007) ska en fusionsplan alltid skapas innan fusionen och denna ska innehålla företagsvärderingar av de inblandade företagen. Dels är det nödvändigt för att fatta beslutet att slå samman företagen då det är en förutsättning att företagen får ut något av sammanslagningen (Lundén & Ohlsson, 2007). Det är även nödvändigt att värdera företagen då man måste veta hur mycket aktier aktieärgarna ska få i respektive företag (Tolleryd & Frykman, 2002).

3.2.1.4 Börsintroduktion

Innan ett företag ska introduceras på börsen utförs en företagsvärdering. Värderingen utförs då av den investmentbank eller den fondkommission som hanterar börsintroduktionen. Denna värdering är ofta mer noggrann och grundlig än en vanlig företagsvärdering men är baserad på samma information som de värderingar som tidigare nämnts (Tolleryd & Frykman, 2002). I samband med börsintroduktionen framställs ett börsprospekt som innehåller en presentation av företaget, t.ex. uppgifter från balans- och resultaträkning såsom tillgångar, skulder, kassaflöden, historiska resultat och framtids prognoser samt en företagsvärdering. Det är viktigt att informationen i prospektet stämmer då det annars kan påverka aktiens värde negativt. En del väljer att inte ha med en fullständig värdering i prospektet, värderingen görs då av läsaren med hjälp av de uppgifter som finns med (Lundén & Ohlsson, 2007, s 57).

3.2.1.5 Incitament/bonusprogram till anställda

Ett vanligt sätt att locka ny eller behålla kompetent personal utan att höja löner drastiskt är att skapa incitament- eller bonusprogram. Det finns olika metoder att göra detta, de vanligaste är dock att nyemittera aktier som de anställda får köpa eller att upprätta optionsprogram vilket betyder att de anställda ”köper sig rätten att köpa aktier i företaget i framtiden” (Tolleryd & Frykman, 2002, s 16) ofta inom en viss tidsram till ett i förväg bestämt pris. Av skattemässiga skäl måste en marknadsmässig företagsvärdering ligga till grund för bonusprogrammet. Om det visar sig att det inte är marknadsmässigt kan de anställda komma att behöva betala tjänsteinkomstskatt för avkastningen optionerna eller aktierna ger istället för kapitalvinstskatt som är lägre (Lundén & Ohlsson, 2007). Om värderingen inte är marknadsmässig kan skattemyndigheten se bonusprogrammet som

förtäckt lön och då blir konsekvenserna att skatten blir högre, som nämnt ovan, för den anställda och att företaget får betala sociala avgifter också. Värderingen är därför viktig och utförs ofta av en någon utomstående på uppdrag av företaget. I samband med granskningar utför även skattemyndigheten en värdering. Denna värdering skiljer sig från de tidigare nämnda på så sätt att företaget eller aktieägaren vill ha en lägre värdering än skattemyndigheten vill (Tolleryd & Frykman, 2002).

3.2.2 Publika och privata företag

Enligt Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) skiljer sig publika och privata företag åt när det kommer till företagsvärdering. Publika företag är marknadsnoterade och har därför ett fastställt värde på aktierna och då en uppskattning av sitt värde. Privata företag är inte börsnoterade och har då inget fastställt marknadspris.

När publika företag värderas tittar man främst på om deras aktie är över- eller undervärderad i jämförelse med marknadspriset. Privata företag, som majoriteten av företag är, är svårare att då det inte finns något noterat aktievärde att jämföra med (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) föreslår att titta på försäljningspris vid försäljningar av liknande privata verksamheter för att få en uppskattning, det är dock vanligt att dessa uppgifter finns tillgängliga för allmänheten. Publika företag är mer transparenta och delar med sig av mer information än privata då det ligger i deras intresse att vara det så att information finns tillgänglig om företaget till aktieägare och potentiella investerare. Privata företag har inte samma press på sig att vara öppna då det allmänheten inte har samma intresse i företaget. Detta är ännu en anledning till att det anses lättare att värdera publika företag än privata eftersom informationen om företaget finns tillgänglig på ett öppnare sätt (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002).

3.3 Värderingsmetoder

Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) konstaterar att det finns två huvudmetoder som används för att fastställa om företags aktier är korrekt prissatta eller inte. Den första är fundamental analys vars syfte är att värdera företag eller aktier baserat till stor del på redovisningsinformation, denna analys presenteras mer ingående nedan. Den andra metoden är teknisk analys som är ett verktyg som hjälper till att dra slutsatser om hur en aktie kommer utvecklas i framtiden genom att hitta indikationer från aktiens historiska utveckling och från kursinformation. Teknisk analys kommer inte presenteras närmare eller diskuteras mer i uppsatsen då det inte relaterar till forskningsområdet så som fundamental analys (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

3.3.1 Fundamental analys

Fundamental analys är baserad på tre olika företagsanalyser; strategisk analys, redovisningsanalys och finansiell analys, se figur 1 nedan. Dessa analyser används för att utforma prognoser som sedan är grunden för den faktiska värderingen.



Figur 1. Fundamental analysens komponenter. Källa: Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002 s. 21), egen version.

I den strategiska analysen framkommer företagets framgångsfaktorer som påverkar vinster samt interna och externa risker som kan kopplas till verksamheten. Redovisningsanalysen hjälper värderaren att bedöma redovisningens kvalitet och hur man genom den kan identifiera trender som kan hjälpa företaget. Den finansiella analysen är en historisk analys av företagets utveckling med hjälp av nyckeltalsanalyser som olika lönsamhetsanalyser och kassaflödesanalyser etc. De tre analyserna sammanfattas som sagt i prognoser och strategi, redovisning och finansiering kopplas samman. Detta för att slutligen kunna utföra värderingen vilket kan göras med hjälp av olika modeller (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002) som kommer presenteras ingående senare i uppsatsen. Men först bör en djupare förståelse av fundamental analys skapas, de olika komponenterna framställs mer ingående nedan.

3.3.1.1 Strategisk analys

Strategi är en komplex term som består av flera olika komponenter som är svåra att tolka pga. dynamiken runt dem. Även när dem har definierats krävs ett omfattande arbete med dem då en strategi genomsyrar ett helt företag. För att ens kommunicera en strategi internt, krävs förutom mycket arbete, krävs ett flertal termer som inte definierar innebörden av en strategi utan enbart kommunicerar de olika processerna och dess beståndsdelar. I detta kapital förklarar vi andemeningen, komponenterna som utgör konceptet strategi, och deras tolknings problematik för ett företag. Vi tar även upp deras tillämpningsområden internt samt hur strukturen av en strategi kan kommuniceras.

Komponenter

Strategi är företags strävan att uppnå vissa mål inom ett utsatt tillämpningsområde, samt att tillhöra detta tillämpningsområde (Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Företag kan vara verksamma inom olika intressesfärer men strategi är att fokusera på ett segment, ett

spektrum. Detta tar sin form i att företaget strukturerar sina aktiviteter efter hur man tolkar sin strategi; fokuserar på flera segment, ett segment, olika målgrupper (Johnson, Scholes & Whittington, 2009)

Samtidigt som den nuvarande verksamheten regleras av den utsatta strategin så finns det ett långsiktigt perspektiv. Det finns ett mål i framtiden som kräver uppmärksamhet idag, och syftet med all verksamhet idag är att nå målet längre fram i tiden (Johnson, Scholes & Whittington, 2009)

I strategin ingår det att företag skapar ett övertag över konkurrensen. Att anses vara en mer fördelaktig leverantör för kunden är ett viktigt mål (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

I denna strävan finns även strävan att rättfärdiga sin existens som ett konkurrenskraftigt företag (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Nära kopplat till detta finns det en term som heter Strategic Fit (strategisk passform), som handlar om att företag vill hitta ett behov och segment av marknaden där dem kan etablera sig. Dessa två termer, övertaget och den strategiska passformen, följer sedan strategis utsatta plan för hur resurserna ska nyttjas. För att skapa ett övertag inom en marknad kan företaget vilja göra investeringar eller använda hittills oanvända interna kompetenser. Det kan även handla om att man insett att det finns en potential för en strategisk passform till ett oexponerat segment i marknaden, och då inleds mobiliseringen av företagets resurser för att etablera sig i det segmentet (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Inom företaget måste strategin även ta värderingar och förväntningar i åtanke. Detta kan handla om ägare, aktieägare, personalen, organisationer, etc., som är viktiga för företaget som har förväntningar som strategin måste täcka (Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Det kan vara att aktieägarna som förväntar sig vissa vinstmål, personalen som vill se en viss utveckling av företaget dem är med och driver, en organisation, som till exempel förespråkar miljövänlig produktion, vars åsikt är viktig för företaget (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Svårigheter

Att balansera sex stycken viktiga komponenter som är avgörande för ett lyckat utförande av en strategi skapar vissa problematiska aspekter (Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Att nå ett strategiskt mål i ett ständigt förändrande affärsmiljö gör processen komplex och även osäker. Det är även svårt att balansera formen av den dagliga verksamheten mot det långsiktiga målet (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Det finns två svårigheter i detta, tills är det svårt att avgöra att den nuvarande verksamheten faktiskt leder till att realisera det slutgiltiga målet. Denna svårighet återvinner mycket av de två aspekterna, komplexiteten och osäkerheten. Den andra svårigheten är att ofta är det den dagliga verksamheten som blir utgångspunkten för den långsiktiga strategin och inte tvärtom.

När ett företag inser att det finns potential för övertag och nya strategiska passformer i den existerade verksamheten kanske dagens verklighet känns mer relevant än en skriven tioårsplan (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Det gäller även att integrera att funktioner och delar av ett bolag på ett sätt att strategin följs. Nya strategier skapas genom ett företags livscykel, och vid varje ändringen gäller det att få ordningen på de egna leden genom lyckad integration av styrgruppen och dem övriga anställda (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Ett företag är heller ingen isolerad enhet utan ingår i ett större nätverk för att kunna fungera. Strategin går inte att uppnå genom att bara strukturera de interna faktorerna, även leverantörer, distributörer och kunder måste tas i åtanke (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Den sista svårigheten är kopplad till den tidigare nämnda faktorn osäkerhet. Det är förändringen, vilket beror på att miljön förändras. Det svåraste enligt Johnson, Scholes och Whittington (2009). med förändring är att de som arbetar på marknivån och observerar förändring ofta inte har tydliga rutiner då det gäller ansvarsskyldighet att rapportera, och att cheferna ofta inte vågar ta de svåra och kontroversiella beslutet som krävs för att bemöta förändring (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

De interna nivåerna

Det är svårt att finna en universell lag som definierar de tydliga nivåerna inom ett företag som på ett eget sätt tolkar strategin. Johnson, Scholes och Whittington (2009) beskriver fyra nivåer; företagsnivån som ser det kollektiva företaget, affärsenheterna som sköter specifika marknadssegment, Strategic Business Units (Strategiska affärsenheter, från och med nu SBU) som sköter speciella marknadssegment som inte intäcks av de ordinarie affärsenheterna, samt funktionsgrupperna som tillsammans med marknivån implementerar strategin i den dagliga verksamheten.

Företagsnivån handlar om den högsta nivån som ur ett makroperspektiv försöker styra företaget enligt den utskrivna strategin. Dem kan besluta om att utöka sortimentet, geografiska expansion, samt att det är deras beslut som skapar utgångsläget för alla (underlydande) enheters strategiska bestyr. Eftersom att företagsnivån är de som skapar de underlaget som alla andra följer (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Affärsenheterna är den direkt underlydande nivån under företagsnivån, där man försöker tolka deras strategi samt även att de konstant försöker förbättra de rutiner som finns. I det ingår att förbättra priserna, distributionen och trycka på att innovation eftersöks. Ifall företagsnivån bestämmer att ett företag ska bygga familjebilar så är det affärsenheternas uppgift att bygga marknadens bästa familjebil. Ifall det finns ett marknadssegment som är väl etablerat inom företaget men fortfarande skiljer sig rätt mycket från den generella intressesfären, exempelvis att ett bilföretag säljer accessoarer, så finns det en SBU för

detta. Det finns en tydlig balans här som måste följas, en SBU ska stötta företaget och komplimentera dess marknadsvärde (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

SBU:s ska aldrig skada resten av företaget eller hamna i frontlinjen av vad märket representerar, en SBU är enbart ett komplement med en stödfunktion. Ifall företagsnivån bestämmer att ett företag ska bygga familjebilar, och affärsenheterna hur bilen ska se ut så är det funktionsgruppernas uppgift att bilen blir byggd enligt ovanstående nivåers vilja. En lyckad strategi kan falla eller lyckas med funktionsnivån (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

En Strategis process termer

Som tidigare nämnt så är en strategi en omfattande process med flera processer som sker i realtid med ett mål långt bort i framtiden. När man talar strategi finns därför flera termer som syftar på hur strategin är strukturerad. Detta är generella termer som inte har något med själva utformande av strategin karaktär, men däremot har väldigt mycket själva genomförandet av strategin (Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Dessa termer finns med i de flesta strategier (Johnson, Scholes & Whittington, 2009):

Syftet: Själva syftet med företaget, som är i linje med värderingarna och förväntningarna.

Visionen: tioårsplanen, hur företaget vill vara i framtiden. Exempelvis ett modern företag som säljer miljövänliga produkter

Målet: En konkretare form av visionen; vad ”modern” innebär” och på vilket sätt ska produkterna vara miljövänliga.

Objektiv: Delmål för att nå själva målet, ofta i kvantitativa termer.

Strategiska förmågor: En översikt över potentiella övertag baserat på de resurser och kunskaper som finns inom företaget.

Strategin: Spektrumet och tillämpningsområdet.

Affärsmodellen: En grafisk representation över roller, kommunikation, produktion och distribution.

Kontroll: Hur pass kontinuerligt processen att uppnå de strategiska målen ska undersökas. Detta handlar om att kunna ändra verksamheten då den inte anses utvecklas i rätt håll i förhållande till strategin. Som tidigare nämnt kan även de strategiska målen ändras då företaget upptäcker potentiella övertag och strategiska passformer inom den nuvarande verksamheten.

Strategi – Makromiljön

Oavsett ifall vi talar om miljö ur ett makroekonomiskperspektiv, konkurrensperspektiv, eller ett industriperspektiv, så går det inte att frångå att alla perspektiven påverkar företaget. Det påverkar företaget så att företaget måste anpassa sig efter villkoren de erbjuder. Det krävs analyser för att kunna definiera företags relation till en miljö, samt att

analysen krävs för att klargöra hur företagets strategiska framhållning till miljön ska vara. Detta kapital kommer att redogöra de olika miljöerna och deras påverkan på strategi, och dem analyseras.

PESTEL

PESTEL² är ett verktyg som är framtaget för att hantera de yttersta lagren av ett samhälle, något som fortfarande påverkar ett företag på ett omfattande sätt (Johnson, Scholes & Whittington, 2009; Grundy, 2006; Oxford University Press, 2007).

PESTEL står för (i den följd akronymen är skriven) Political, Economical, Social, Technological, Environmental och Legal. Den politiska sfären påverkar ett företag makroekonomiskt genom exempelvis restriktioner på immigration, etc ((Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Ekonomi tar exempelvis i åtanke den ekonomiska tillväxten, inflationen och bränslepriser (Johnson, Scholes & Whittington, 2009; Oxford University Press, 2007). Samhällsfaktorer som påverkar ekonomin är samhällsattityder och demografiska scenarion. Teknologin innefattar alla tekniska aspekter som påverkar ett företag, som exempelvis informationsteknologi och utvecklingen av kompositmaterial. Miljöaspekter berör företagets förhållningssätt till miljöförstörelse och avfallshantering. Rättsaspekten berör alla regler som finns skrivna för företag, hur dem får bete sig, bildas, investera, etc (Johnson, Scholes & Whittington, 2009; Oxford University Press, 2007).

Syftet med PESTEL är inte att erbjuda alla dessa sex aspekters påverkan på ett företag i en analys, detta vore för omfattande för att hantera. Därför vill PESTEL ta fram dem huvudsakliga agenterna för förändring inom dessa aspekter. För exempelvis ekonomiaspekten; ett klädföretag bör inte observera bränslepriser utan bör hellre känna till den disponibla budget kunder har för klädinköp.

PESTEL vill att företag ska observera de största förändringarna i den makroekonomiska miljön, välja ut dem med högst prioritet och anpassa strategin efter dessa. Utan att känna till de förändringarna som är mest omfattande, och mest relevanta för företaget, så tillåter inte PESTEL någon effektivisering av strategin (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

För att konkretisera analysen av makroekonomi görs scenariosimulationer. Genom att kombinera olika förändringar från olika aspekter får företag fram olika scenarion. Det gäller att ta kombinationer som känns relevanta. Förändringar i bränslepris från ekonomiaspekten har exempelvis säkert inte någon hög kausalitet med en åldrande population från samhällsaspekten. Däremot har en åldrande population säkerligen kopplingar till den politiska aspekten, och hur ekonomin beter sig. Att simulera olika scenarion handlar inte om att pricka in rätt framtidsutvecklingen utan att generera olika plausibla framtidsalternativ. Värdet i dessa analyser handlar inte bara om att ha olika reservplaner, utan att ha en dialog inom företaget och debatt om vilka kompetenser och

² Genom denna uppsats kommer PESTEL användas och inte översättas då det är ett välkänt akademiskt verktyg för analys.

resurser som finns i företaget (Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Grundy (2006) talar om sambandet mellan samhällsnivån och industrinivån, något som förklaras under 3.3.1.1.5.2 Industriperspektiv.

Industriperspektiv

Perspektivet med fokus på den breda generella miljön där ett företag är verksam. Här ser man till din sin industriklass. Klasserna baserar på att antingen företag producerar samma sorts produkt eller tjänst (exempelvis potatiships), eller att företag producerar substitutvaror/tjänster där konkurrens sker över samma kundmålgrupp (exempelvis snacks). Det går även att göra dessa definitioner över icke-kommersiella organisationer så som statsägda sjukhus, vårdcentraler, etc. Då talar vi istället om sektorer som i stor mån kan hävda samma förmånstagare, skattebetalarna (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Detta perspektiv är ett snäpp närmare företagets kärnverksamhet, den dagliga verksamhetens bestyr, när man ser på makroekonomiska perspektivet. Dock är det fortfarande ett generellt perspektiv där vi tittar potentialen inom olika industri/sectors segment. Där har Michael Porter (1979) tagit fram ett koncept som heter *Five Forces Framework* (FFF). FFF granskar fem faktorer som avgör hur attraktivt det kan vara för ett företag att etablera sig inom en industri/sectors segment. Grundy (2006) hävdar att Porter's FFF är ett nödvändigt komplement av PESTEL analysen, ifall ett element från PESTEL analysen inte gynnar företaget kan fördelar inom Porters fem faktorer var missvisande. Grundy (2006) menar att båda lagren av makromiljön måste ha vara gynnande för att en planerad strategi ska nå framgång.

Etableringshot

Detta hot berör hur pass svårt det är för ett företag att etablera sig inom ett segment. Porter talar om höga barriärer eller låga barriärer (Porter, 2008; Porter, 1979). Alltså hur pass svårt det är att etablera sig; en låg barriär innebär att det är relativt lätt att etablera sig inom ett segment men även att det kommer vara lätt för nya konkurrenter att etablera sig. En hög barriär innebär en större problematik att etablera sig inom ett segment, dock så är risken för nya konkurrenter mindre ifall etableringen lyckas (Porter, 2008; Porter, 1979). Svårighetsgraden/höjden på barriären baserar på följande faktorer:

Erfarenhet och skala: Då skalekonomier är nödvändiga för etableringen inom ett segment så anses barriären vara hög. Detta är för att det krävs omfattande investeringar för att åstadkomma en skalekonomi, det kan även krävas lång tid då det inte alltid finns tillräckligt med finans från början eller att skalekonomin kräver ett flertal utvecklingsperioder. I samma anda kan även erfarenhet vara ett problem, då vissa segment kräver kunskap som enbart kan ha förvärvats genom erfarenhet. För nya företag kan bristen på erfarenheten generera extra kostnader, som den erfarna kan undvika, vilka på sikt kan sätta ett nytt företag i konkurs (Porter, 2008; Porter, 1979).

Tillgång till distributörer och leverantörer: Distributörer och leverantörer kan vara låsta från att anta nya kunder genom avtal med redan existerande kunder (Porter, 2008; Porter, 1979). Det kan handla om att tillverkningsföretag har köpt andelar i deras leverantörer

och distributörer, eller att det finns avtal om exklusivitet, eller rent av bara lojalitet. Då det är avgörande med tillgång till bra leverantörer och distributörer för att nya företag ska kunna etablera sig inom ett segment, kan denna barriär sätta stopp på etableringsprocessen (Porter, 2008; Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Förväntat motstånd: När nya företag vill etablera sig inom ett segment bör hänsyn tas till hur pass villiga de etablerade företaget är att godta detta (Porter, 2008; Porter, 1979). Etablerade företag kan självklart inte neka någon att försöka etablera sig men dem kan försämra oddsen genom att dumpa priserna till en nivå där dem inte tjänar lika mycket, men gör det omöjligt för nya företag att kunna erbjuda likvärdig kvalitet till samma pris (Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Lagar och reglering: Regleringar över specifika skatter, regler för tillverkning, förvaring, patentregistrering, etc, kan skapa höga barriärer för företag att bli nyetablerade inom ett segment. En twist är att ifall en reglering ändras, säg att en protektionism lag tas bort, så har plötsligt etablerade företaget blivit väldigt utsatta då dem kanske inte har tillräckligt stärkta marknadspositioner (Porter, 2008; Porter, 1979).

Differentiering: Att skraddarsy produkter till att bli uppfattade olika. Kommer i grunden från marknadsföringen och handlar om att vissa kunder blir låsta till vissa företag då dem identifierar sig med dessa. Handlar då om ej allmänna produkter, så som stål där kunder inte har någon speciellt förhållningssätt till stål annat än att dem vill ha ett lågt pris. Däremot datorer, bilar, liknande, blir sedda på olika av sätt av olika kundgrupper (Porter, 1979, (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Substitut hotet

När varor/tjänster som erbjuds av ett företag blir hotade av snarlika eller likadana varor/tjänster från en konkurrent (Porter, 2008; Porter, 1979). Det kan vara att produkten i princip är likadan men är bättre i antingen prisavseendet, billigare, eller att den har bättre kvalitet. Oftast är det kombinationen som avgör hur pass attraktiv den är på marknaden. Det finns ett annat avseende, och det är substitut för det marknadssegment ett företag verkar i. Regelbundet försvinner olika produkter och tjänster från marknaden pga. bättre alternativ. VHS har idag försvunnit pga. DVD-skivor (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Kundernas förhandlingskraft

Kunderna, köparna ur ett företagsperspektiv, påverkar företagen (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Deras förhandlingskraft, hur pass mycket dem kan influera ett företag, kan värdes till olika skalor. Faktorerna som avgör styrkan på förhandlingskraften är;

Hur pass svårt/lätt en kund kan byta leverantör. När det finns flera leverantörer av samma vara har en kund lätt att förhandla om priset. Dem kan helt antingen gå till en leverantör om dem inte är nöjda med den nuvarande leverantörens villkor.

Att köparna själva deltar i konkurrensen: I vissa avseenden kan kunden själv generera de varor/tjänster kunden behöver. Detta kallas bakåtvänd vertikal integration (backward vertical integration), detta koncept handlar oftast om att företag själva köper upp sina leverantörer för att förbättra sina villkor. Kunden kan även göra detta själv, Johnson, Scholes och Whittington (2009) ger exemplet då fönstertillverkande företag själva började producera glas för att slippa vara beroende av en leverantör för den, essentiella ur fönstertillverkande företag, vara.

Få kunder: När ett företag enbart har ett få kunder, och är beroende av att sälja till dem, så är de kunderna i en stark position för att omförhandla villkor (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Leverantörerna förhandlingskraft

På samma sätt som kunderna, dem som köper slutprodukten, befinner sig i en förhandlingsposition så är även leverantörerna i samma positioner (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Då dem levererar varor, resurser eller tjänster som ett företag är i behov av för att kunna vara verksam så kan dem omförhandla deras villkor. Hur pass stark deras förhandlingspositioner bedöms enligt följande kriterier:

Få leverantörer: Precis samma princip som för kunderna.

Hur pass svårt ett företag har att byta leverantör: Ifall kostnaderna är höga för att byta leverantör så har ett företag svårt att omförhandla deras nuvarande villkor. Det kan handla om hur ett kontrakt är skrivet, eller om att företaget strukturerat sin verksamhet runt speciella leverantörs villkor (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Till exempelvis att leverantörer säljer en specifik komponent som inte finns hos andra leverantörer.

Vertikal Integration: När ett företag mer eller mindre drivs som en mellanhand för en leverantör, och leverantörer har möjlighet att sälja direkt till slutkunden. Johnson, Scholes och Whittington (2009) talar om exemplet då flygbolag kunde börja sälja sina biljetter direkt från deras hemsidor istället för att vara beroende av att resebyråer lyckades sälja deras biljetter (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Rivalitet från konkurrensen

Konkurrenter är organisationer som erbjuder liknande tjänster och produkter som ens eget, samt att dem är riktade mot samma målgrupp (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Det handlar då inte om substitutet varor eller tjänster.

Faktorerna som bedöms är nu:

Balansen: Ifall det finns flera företag i olika storleker inom ett segment, försöker ofta företagen undvika konflikter i form av hårdkonkurrens. Då föredrar ofta företag att nischa sig i den utsträckningen att det inte går att tala om tydligt pris eller erbjudande krig. Däremot ifall det finns få stora företag inom ett segment blir det lätt ett öppet krig då det

tydligt handlar om att marknadsandelar från konkurrenten (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Segments tillväxt: Ifall en marknad växer så gör även företag inom det segmentet och fokus ligger på att kontinuerligt anpassa den strategiska passformen för att kapitalisera på nya möjligheter. Ifall en marknad inte växer så är enda sättet för ett företag att få nya marknadsandelar att ta andelarna från konkurrensen.

Höga fasta kostnader: Ifall fasta kostnaderna inom ett segment är höga blir ofta konkurrensen tuff. Då förbättringar av produkter och tjänster kräver höga investeringar inom forskning och innovation vänder sig ofta företag till stordriftsfördelar för att försöka vinna prisrig (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Höga barriärer för att frigöra sig: Ifall ett företag inte kan lämna ett segment utan att betala dyra kostnader; slänga bort utrustningen som det finns köpare till, lägga ner fabriker som ingen vill köpa, ingen möjlighet till likvidering av tillgångar, etc, så blir det ofta en hård kamp om att inte bli det företag som måste lämna in konkursansökan.

Dåliga möjligheter till differentiering: När det är svårt att få ett övertag eller förbättra sin strategiska passform genom differentiering, ex när ens produkt är salt, så blir konkurrensen hårdare då det i princip enbart priser som går att ändra för att vinna marknadsandelar (Porter, 2008; Porter, 1979; Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Porters konkurrenskraftiga strategi

Efter att Porter skrivit FFF gjorde han ett ytterligare verktyg som heter konkurrenskraftiga strategier. Det handlar om att anpassa sig på ett sätt att ens verksamheter fokuserar på en målgrupp av kunder. Anpassningen sker på två dimensioner av två kategorier: produkt/tjänst och segmentet/målgruppen. Det handlar antingen om att sikta in på ett helg segment, ex kunder som vill köpa bilar, eller ett specifikt segment inom samma industri, ex kunder som vill köpa familjebilar. När det gäller produkter och tjänster blir dimensionerna pris eller differentiering; billiga priser eller produkter med extra värde genom differentiering.

	Kostnad	Differentiering
Brett segment	Lägsta kostnad; ett komplett sortiment av billiga verktyg.	Bättre produkter/tjänster inom hela sortimentet: ex ett helt sortiment av verktyg med hög kvalité
Selektivt segment	Lägsta kostnad inom ett enskilt segment; ex billigaste skiftnycklarna på marknaden.	Bättre produkt inom ett enskilt segment: ex den bästa skiftnyckeln på marknaden.

Figur 2. Anpassningen av Porter's Konkurrenskraftiga strategier från Kroenke (2011, s. 98).

3.3.1.2 Redovisningsanalys

För att kunna analysera ett företag baserat på den redovisning som finns så vänder man sig till tre delar; resultaträkningen, kassaflödes och finansieringsanalysen, och balansräkningen (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002) . Dessa tre delar analyseras enligt ett ramverk hur de ska bedömas. Denna sektion av uppsatsen förklarar dessa tre delar samt ramverket runt dem.

3.3.1.2.1 Resultaträkning

Är ett dokument som redogör ett företags resultat under ett gånget budgetår (Wood & Sangster, 2008). Ofta men inte alltid räknas ett budgetår som de tolv månader den infaller i kalendern, men för vissa företag räknas ett budgetår inte från januari. Då ett företags av verksamhetsmässiga anledningar har förlagt sin verksamhet på ett annat tidsintervall. Exempelvis jordbruk brukar räkna sitt budgetår fram till september (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

I resultaträkningen nämns inkomsten både i brutto och nettoformat, samt den rena försäljningsintäkten. För bruttoinkomsten subtraheras försäljningsintäkten med kostnaderna för att producera tjänsterna och varorna (Wood & Sangster, 2008; Gitman, 2009). För att få nettovinsten tas rörelsekostnader bort. Företag brukar redovisa nettovinsten både för och efter skatt. Då ett företag ska göra aktieutdelningar måste denna baseras på nettovinsten efter skatt. Från den vinsten tas en del för preferensaktier som divideras på antalet aktieägare för att plocka fram utdelning per aktie som skall finnas med i resultaträkningen (Wood & Sangster, 2008).

3.3.1.2.2 Balansräkning

Detta dokument redogör tre huvudsakliga ämnen; vilka tillgångar ett företag äger, dess skulder, och det egna kapitalet. Tillgångarna redovisas enligt två kategorier, omsättningstillgångar och driftsmedel (Wood & Sangster, 2008). Omsättningstillgångar är tillgångar som kommer att förbrukas (omvandlas till pengar) senast inom ett budgetår, medan driftsmedel kommer att brukas under ett flertal budgetår (Wood & Sangster, 2008). Omsättningstillgångar kan vara fodringar eller inventarier medan driftsmedel kan vara fordon eller fastigheter. För att få fram nettotillgångarna på balansräkningen adderas omsättningstillgångar ihop med driftsmedel, för att sedan subtrahera bort värdeminskningarna på de fasta tillgångarna (slitage och ålder minskar bokföringsvärdet på driftmedlen (Wood & Sangster, 2008; Gitman, 2009).

Efter att tillgångarna redovisats under en egen del i dokumentet redovisas skulderna och det egna kapitalet tillsammans. På samma sätt som att tillgångarna definieras i två kategorier efter deras beräknande livslängd så definieras skulder efter när i tiden dem skall betalas. Det finns därför kortfristiga skulder som skall betalas inom ett budget år

och långfristiga skulder som inte skall betalas inom ett år (Wood & Sangster, 2008; Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Därefter redovisas det egna kapitalet, inkomsterna från preferensaktierna samt inkomsterna från nyemissionerna. Efter utdelning representeras det bundna egna kapitalet som återinvesteras och används inom verksamheten (Gitman, 2009).

3.3.1.2.3 Kassaflöde och finansieringsanalysen

Kassaflödesanalysen är det dokument som redovisar betalningsflöde från olika delar av verksamheten; investeringsverksamheten, finansieringsverksamheten och den löpande verksamheten. Genom att spalta upp inkomster och kostnader genom olika faktorer, och sedan dela in faktorerna i tre kategorier efter hur dem passar in i verksamheten, kan man se styrkor och svagheter i företaget. Efter att subtrahera kostnaderna mot inkomsterna ser man nettokassaflödet. Kassaflöden är bra att studera över tid för att en konkret utveckling av lönsamheten (Gitman, 2009; Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

3.3.1.2.4 Ramverket för Redovisningsanalys

Enligt Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) så bör ett ramverk hantera:

- Redovisningsprinciper
- Flexibilitet i Redovisning
- Reflektion utav redovisningsstrategin
- Reflektion utav den kompletterade informationen
- Hänsyn till Potentiella varningssignaler

Redovisningsprinciper syftar på hur företag hanterar de mest essentiella posterna i redovisningen för ett företag. Essentiell i denna bemärkelse handlar om de posterna som utgör de största framgångsfaktorerna och de största riskerna. Ifall ett företag vill bokföra sin marknadsföring som en immateriell tillgång vilken nedvärderas sakta eller ifall varje marknadsföringskampanj (reklamfilm, annons, etc) ska direkt kostnadsföras som en kostnad.

Beroende på hur dessa kostnader bokförs, ökar eller minskar värdet väsentligt. En värderare väljer noggrant att studera hur företaget väljer att värdera sina tillgångar och kostnader. Att företag kan välja olika sätt att redovisa handlar om flexibilitet, vilket har olika relevans för olika företag (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Det tidigare nämnda exemplet om immateriella tillgångar är ett typ exempel på hur ett företag har valfrihet i hur dem ska redovisa en kostnad. Immateriella tillgångar som forskning eller marknadsföring kan avskrivas under max 10 år vilket har substantiell effekt värdet av ett företags driftsmedel (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Hur företag väljer att utnyttja sina redovisningsprinciper och sin flexibilitet handlar om redovisningsstrategi. Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) anser att en värderare bör fundera över varför företag redovisar som dem gör. En anledning kan vara att ägarna äger en stor del av aktierna och har ett direkt intresse av P/E-talet (Vishwanath & Krishnamurti, 2009).

Utöver den information ett företag måste redovisa enligt lagen, så finns den annan information som företaget frivilligt redovisar (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Detta kallas för kompletterande information. Denna information går att använda till att jämföra företag med andra företag inom samma industrisegment. Skiljer sig det, och i så fall varför? Kan skillnader förklara företags valda strategi? Ofta kan den kompletterande informationen ge indikationer på objektiv och mål som finns i ett företags strategi (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Genom analyser av ett företags bokföring kan ett flertal varningssignaler synas (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Liknande varningssignaler kan upptäckas då nyckeltalen analyseras i den finansiella analysen. Ett exempel av en varningssignal kan vara en ökning av kundfodringar utan att försäljningar har ökat. Detta indikerar då att företaget har förlängt kreditdagarna för att öka värdet av sina kundfodringar (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002)

3.3.1.3 Finansiell analys

Enligt Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002, s 23) är den finansiella analysens syfte att ”bedöma företagets framtida prestation”. Den finansiella analysen utförs med hjälp av olika nyckeltal som t.ex. analyserar företagets lönsamhet och dylikt. För att analysen ska bli så tillförlitlig måste man välja ut rätt nyckeltal samt begränsa antal nyckeltal då det kan försvåra analysen om för stora mängder information ska behandlas (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

3.3.1.3.1 Nyckeltal

För att ge mer tyngd till dessa flöden användes nyckeltal för att bättre se lönsamheten och den finansiella tyngden. Det finns flera sorters nyckeltal, alla kommer inte nämnas, varav några viktiga är dessa:

Soliditet: Det Egna kapitalet delas på de totala tillgångarna för att avgöra hur pass mycket av företaget som finansierats av det egna kapitalet (Bhimani, Horngren, Datar & Foster, 2008).

Skuldsättningsgrad: Skulderna delat på det egna kapitalet, för att se hur pass mycket företaget är finansierat av skulder (Gitman, 2009).

Rörelsemarginal: Här delas rörelseresultat på omsättning för att få fram hur pass mycket pengar det finns efter betalt kostnaderna för den löpande verksamheten (Gitman, 2009).

Likviditet: Tillgångarna delas här på skulderna för att se hur pass mycket skulderna kan täckas av ett företags inkomster. Ifall kassaflödet är dåligt så är det ofta ett likviditetstest som blir väckarklockan (Gitman, 2009; (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002)).

P/E tal: Aktuella aktiekursen delat på vinst per aktie. Ut finansierarna och aktieägarnas perspektiv syns här hur lång tid det tar innan en aktieägare har fått tillbaka i vinst vad ägarna köpt aktien för (Gitman, 2009). Till exempel, ifall aktien kostar 1 kr, och vinster per aktie är 50 öre så tar 2 år innan aktien har betalt sig själva genom vinst ($1 \times 0,5 = 2$).

3.3.1.3.2 Praktiken

Nyckeltalen är bara användbara i olika kontext, ofta i ett tidsperspektiv eller i ett branshperspektiv (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). I ett tidsperspektiv studeras företags prestation över tiden, för att avgöra hur pass effektivt företags resurser används. I ett branshperspektiv syns ifall ett företags utveckling följer i linje med övriga konkurrenter, bättre eller sämre. Det finns problem med att tolka nyckeltal då det kan bli manipulerade, antingen med flit eller pga. deras natur. Exempelvis kan företag välja att boka in intäkter där delar av summorna kommer att betalas i framtiden. Genom att boka det totala värdet av en tjänst, som egentligen ska generera sitt totala värde periodvis över en längre, så har företag mer på bokfört värde än dem egentligen har i existerande (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

På samma sätt som inkomster kan manipuleras då dem har en koppling till framtiden kan även bokföring manipuleras genom att flytta fram rörelsekostnader till ett annat budgetår. Immateriella tillgångar, exempelvis goodwill, nedskrivningar kan även manipuleras. Det är viktigt att påpeka att ifall ett företag sätter i system att skjuta fram sina kostnader, så att tillgångars omsättningskostnader minskar, så ökar vinstmarginalen och ett företag ser starkare ut (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Ifall den strategiska analysen kan visa ett företags styrkor och svagheter så mäter redovisningen dessa två faktorer. Dock finns de fallgropar i att se det riktiga värdet då det inom redovisning flexibelt går att applicera olika principer. Kostnader kan bokas i framtiden, framtida inkomster kan bokas som om dem fanns idag, avskrivningar kan minskas på tillgångar (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Ur finansiärers perspektiv blir redovisning intressant för att kunna bedöma ifall företaget har den likviditet som krävs för att betala tillbaka lån och investeringar. Även för aktieägare är redovisningen viktigt då den kan indikera om framtida finansiella utveckling, vilket innebär värdeökningar på deras aktier (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Nyckeltalen har olika relevans beroende på vilken bransch företaget tillhör, för företag som är operative inom en bransch med hög risk är likviditet viktigt. Att ha bufferttillgångar ifall oväntade kostnader dyker upp. För ett företag som arbetar med

försäljning av stora kvantiteter är asset turnover³, förmågan omvandla tillgångar till intäkter, en indikator på hur pass bra försäljningskanaler ett företag har (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Det finns tre allmänt accepterade termer som beskriver förhållningssättet till analysen av nyckeltal (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Longitudinell metod, är då nyckeltalen studeras över tid. Studien sträcker sig över i regel över fem år. Som tidigare nämnt så spelar flera faktorer in i en analys, och ett företag är inte en isolerad enhet. Externa händelser kan ändra förutsättningar på ett permanent sätt som gör att idén om trender blir mindre aktuell (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Ifall ett företags nyckeltal bedöms efter hur dem ligger jämfört med andra företag av samma sort och inom samma bransch, så är det enligt tvärsnittsmetoden (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Metoden är långt ifrån en exakt vetenskap då inga företag är exakt lika. Skillnader mellan nyckeltal är naturliga konsekvenser av olika strategier och prioriteringar. Det är därför mer fokus på att förstå varför skillnaderna uppstår (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

En metod som är orienterad efter ledningens mål är tumregelmetoden (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Detta förutsätter att det finns utsatta mål för vilka värden vissa nyckeltal skulle vara. Det ger en indikation om hur pass väl ett företag kan styra sin ekonomi och verksamhet. Precis som de flesta analysmodeller och värderingsmetoder, skall alla metoder användas som komplement tillsammans för att ge en holistisk bild av företag (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

3.3.1.4 Prognoser

Utifrån dessa analyser kan en proformamodell skapas. Det är en modell som representera en prognos av företags framtida tillväxt. Prognosen och tillväxten speglar i prognostiserade resultaträkningar och balansräkningar.

I detta ingår att kassainflödet diskonteras till dagens värde, diskonteringar förklaras i kassaflödesvärderingen. Det finns ingen universell proformamodell men ofta baseras inkomsterna på prognostiserade försäljningsintäkter. Dessa bygger mycket på hur den strategiska analysen ser ut. Beroende på hur marknadsandelar ett företag har potential att få via sin strategi har en direkt koppling till hur mycket ett företags försäljning prognostiseras.

När en försäljning spås öka, försöker även värdera uppskatta hur pass mycket rörelsekapitalet behövs öka. Det är en given utgångspunkt att när försäljning ökar måste även företags omsättning, resurserna inom ett företag, öka. Eftersom alla komponenter i ett företags ekonomi har en reciprok natur krävs kalkylprogram för att strukturera en proformamodell.

³ Ej hittat motsvarande svensk term

3.3.1.5 Värdering

Avslutnings leder en fundamental analys till en värdering av företaget i sin helhet. Här finns det två förhållningssätt till att värdera ett företag. Det går att plocka bort elementet av framtida utveckling och enbart analysera befintliga tillgångar och skulder, denna metod kallas substansvärdering. Då framtida tillväxt tas med i beräkning så används avkastningsvärdering.

3.4 Värderingsmodeller

I vår uppsats kommer fyra olika värderingsmodeller presenteras närmare nämligen; avkastningsbaserad värdering (diskonterad kassaflödesvärdering), multipelvärdering, substansvärdering samt marknadsvärdering.

3.4.1 Avkastningsvärdering

Vid en avkastningsvärdering utgår man från avkastningen i företaget och värdet av företaget beräknas som ett ”nuvärde av framtida avkastning” (Lundén & Ohlsson, 2007, s 83). Genom att titta på företagets historiska resultat ett par år bakåt i tiden kan värderaren räkna ut ”framtida uthålligt resultat” (Hult, 2003, s 84) som är grunden till att bedöma företagets framtida avkastningsvärde och i denna prognos tar man hänsyn till en kalkylränta. Det är viktigt att komma ihåg att denna uträkning av avkastningsvärdet är baserat på prognoser med vissa antaganden (Hult, 2003). Nedan följer förklaring av två olika typer av modeller av avkastningsvärderingar; kassaflödesbaserad värdering samt multipelbaserad värdering.

3.4.1.1 Kassaflödesbaserad värdering (Discounted Cash Flow modell)

Detta är en värderingsmodell som diskonterar framtida kassainflöden till dagens värde. Modellen avser de fria kassaflödena som delas ut till aktieägare eller företagsägarna (ifall inte företaget är ett aktiebolag), och inte basårets kassaflöde (Tolleryd & Frykman, 2000). Fria kassaflödet inkluderar alla tillgångar som kan likvideras inom en kort tid, då dessa tillgångar inte krävs för den löpande verksamheten eller att dem krävs för att skapa framtida tillväxt. Utdelningar bestäms av ledningen och kan variera beroende på deras beslut. Utdelningar till aktieägarna reflekterar alltså inte det faktiska kassaflödet ett företag har. Ifall ledningen anser att företaget bör ha mer likviditet än vad som är nödvändigt för att kunna klara av oväntade utgifter kan dem minska utdelningarna. Konceptet av det fria kassaflödet är dynamiskt och inte konstant, sparandet i aktier är förhoppningarna att utdelningar på sikt betalar tillbaka kostnaden av aktien (Tolleryd & Frykman, 2000).

I en kassaflödesvärdering delas tidsperspektivet upp i två kategorier, explicita perioden och horisontsvärdesperioden. Den explicita perioden är dem närmaste åren, där varje år enskilt prognostiseras. Horisontsvärdesperioden är ett schablonvärde som motsvarar alla år från den explicita periodens slut till oändligheten. Skiljelinjen mellan de båda kategorierna när de definieras är enligt när tillväxten förväntas bli konstant. Att ha en konstanttillväxt är att innefina sig i en steady state och enligt Tolleryd och Frykman (2000) brukar detta ske tidigast efter tre år och senast efter femton år. För att värderingsmodellen ska kunna användas måste den bli diskonterad med kalkylräntan. Vi kommer kort att förklara kalkylräntan efter att vi redogjort både horisontvärdet och den explicita perioden (Tolleryd & Frykman, 2000).

3.4.1.1.1 Explicit period

Ett enskilt års fria kassaflöde definieras enligt den maximala utdelningen ett företag kan ge till sina aktieägare efter att företaget fullgjort alla sina åtagande och gjort nödvändiga investeringar för framtiden (Tolleryd & Frykman, 2000). De åtagande ett företag har är att etablera ett rörelseresultat efter avskrivningar. Företaget måste alltså gå i vinst efter att intäkterna subtraherats mot kostnaderna. Därefter beskattas rörelseresultatet.

Då har basårets kassaflöde etablerats, där två kategorier av kostnader skall tas bort innan det fria kassaflödet kan beräknas (Tolleryd & Frykman, 2000). Kategorierna är investeringar i anläggningstillgångar och investeringar i rörelsekapital. Tanken är att anläggningstillgångar skapar intäkter i nuvarande budgetår samt framtida, medan rörelsekapital genererar intäkter i enbart nuvarande budgetår. Dock går det att boka forskningskostnader, forskning som skall generera intäkter i framtiden, som direktkostnader förutsatt att det inte är investeringar som kräver nedskrivningar. Alla nedskrivningar måste tas i beräkning innan det fria kassaflödet kan beräknas (Tolleryd & Frykman, 2000).

Investeringar i rörelsekapital är de kostnader som behövs göras för att utöka kapaciteten av omsättningstillgångarna (Tolleryd & Frykman, 2000). Att bygga större lager, och att utöka buffertbudgetar faller då inom kategorin rörelsekapital. Definitionen är svårare för det senare exemplet, budgeter, då likvida medel kan användas på olika sätt. Hur pass mycket likvida medel behövs för rörelsekapitalet, alltså för att underhålla den löpande verksamheten, eller som kan undanvaras som vinst. För tillväxtbolag minskar ofta avkastningen pga. att rörelsekapitalet kraftigt måste ökas (Tolleryd & Frykman, 2000).

Utöver varulager och likvida medel kan även kundefdringar och leverantörsskulder påverka rörelsekapitalet (Tolleryd & Frykman, 2000). De likvida medel som kvartår av den process vi ovanför beskrivit är de fria kassaflödena. Denna beräkning görs för varje enskilt år baserat på de ovan nämnda faktorerna för komma kassaflödena under explicita perioden (Tolleryd & Frykman, 2000). Formeln är: Rörelseresultat minus förändringar i rörelsekapitalet X skattesatsen (1 - skattesatsen) delat på kalkylräntan (1 + kalkylräntan).

3.4.1.1.2 Horisontvärdet

Det är onekligen svårt att värdera ett företagsvärde långt bort i framtiden, dock är det viktigt att poängtera att när aktier och försäljningarna baseras på värderingsmodeller så är horisontvärdet alltid större än den explicita periodens värde. Detta är förstärkt då den explicita perioden maximalt sträcker sig runt tio år medan horisontvärdet täcker mer än det dubbla (Tolleryd & Frykman, 2000).

Anledningen till värderarna väljer att satsa på ett horisontvärde istället för att förlänga den explicita perioden är att på lång sikt blir enskilda kostnadsposter eller intäktsposter rena chansningar. Det är svårt att räkna ut hur pass mycket ens lagerkapacitet ska utökas om femton år. Därför vänder sig värderarna till en metod för beräkna horisontvärdesperioden, eller steady state (Tolleryd & Frykman, 2000).

Formeln är: Kassafloedets antal år X Konstanta tillväxten (tillväxten på det sista året av den explicita perioden). Det diskonteras sedan med hjälp av en kalkylränta där den konstanta tillväxten är subtraherad.

3.4.1.1.3 Kalkylränta

Kalkylräntan är en diskonteringsränta där framtida inkomster går att omvandla till dagens värde. Det finns flera sorters sätt att formulera en diskonteringsränta men den vanligaste metoden är vägd kapitalkostnads metod (Weighted Average Cost of Capital (WACC) på engelska). Formeln för vägd kapitalkostnad ser ut så här:

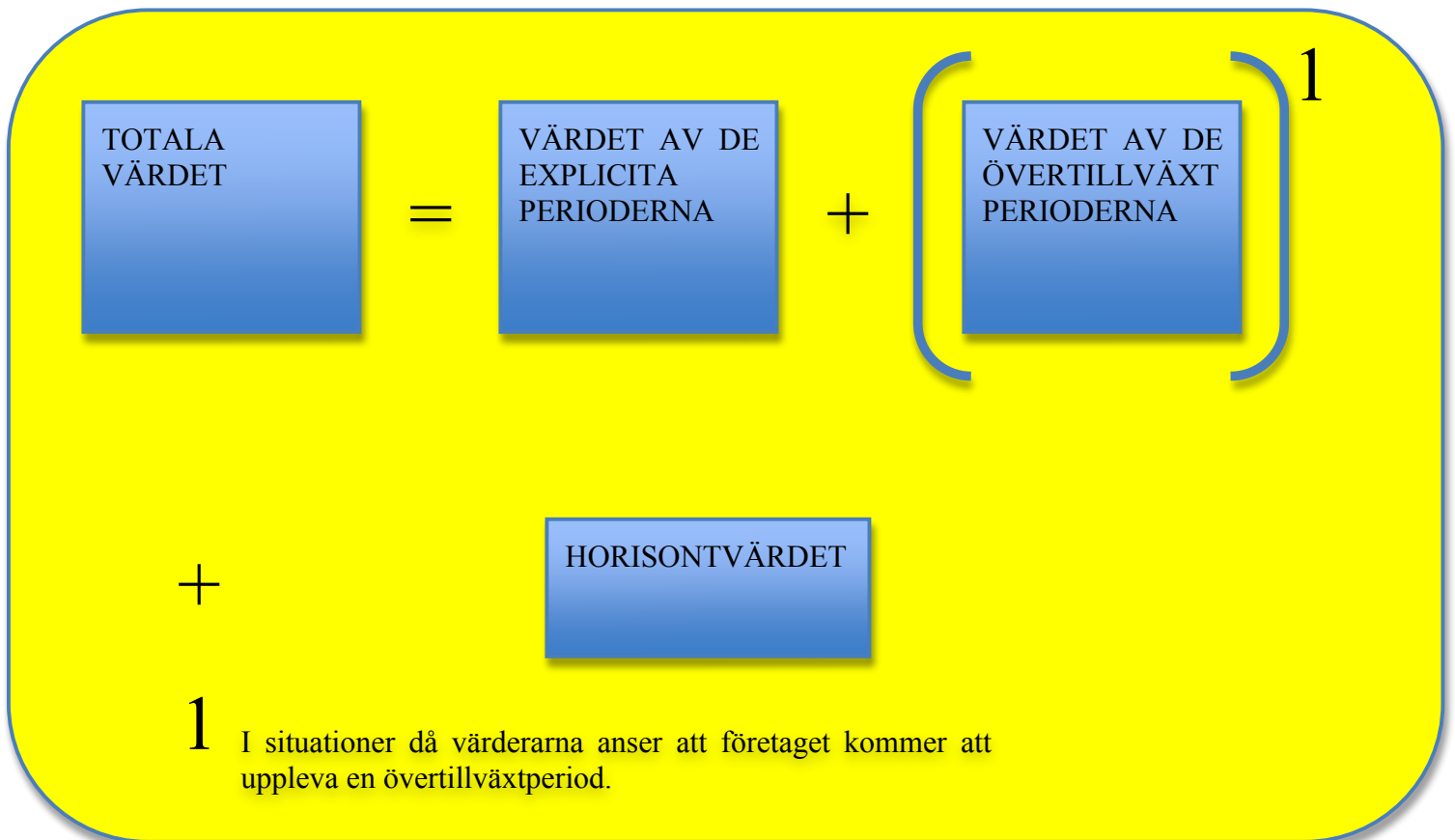
$(\text{Skulder/totalt kapital} \times (1 - \text{skatt})) \times \text{räntan på skulder} + (\text{Eget kapital/totalt kapital}) \times \text{avkastningen på egna kapitalet}$.

3.4.1.1.4 Det slutgiltiga värdet

För att få fram den slutgiltiga metoden finns det två alternativ. Det ena är att addera diskonterade kassaflöden från de explicita perioderna tillsammans med det diskonterade horisontvärdet (Tolleryd & Frykman, 2000).

Det andra alternativet är då värderarna har etablerat att det kommer att komma en tillväxtcykel, detta kallas för övertillväxtperiod. När värderarna är så pass säkra att en viss period, relativt kort som tre till fyra år, kommer att ha en tillväxt som är högre än tillväxten under horisontperioden eller den explicita perioden så beräknas dessa år enskilt. Formeln ser precis ut som den gör för den explicita perioden, dock är årsintervall vid en annan period. Ifall den explicita perioden täcker 2011-2016, kan övertillväxtperioden vara 2020-2023 (Tolleryd & Frykman, 2000).

Detta händer enbart då det är väldigt troligt att denna tillväxtcykel kommer ske, då det anses vara missvisande att inte inkludera denna period i ekvationen. Formeln för det totala värdet av diskonterade kassaflöden, kassafloedesvärdering, ändras då till en treperiodersmodell. Båda modellerna representeras i figur 3.1 nedanför:



Figur 3.1 Vår version av kassaflödesvärdering baserad på Tolleryd och Frykman, 2000, s. 35.

3.4.2 Multipelbaserad värdering

En genväg till att finna ett företags nuvärde är att göra en multipelvärdering. Denna metod analyserar ett företag genom att ställa dem i relation med andra företag inom samma industri inom samma segment och nisch (Vishwanath & Krishnamurti, 2009; Tolleryd & Frykman, 2000). Multipelvärdering är en omfattande analys som tar i beaktelse vinster, kassaflöden, marginaler och tillväxtpotential (Tolleryd & Frykman, 2000). I och med att den lånar mycket av sin information från redande etablerade företag går den fort att göra. Dock är det svårt att avgöra vilka företag som går att använda som referens för det företag som skall analyseras (Tolleryd & Frykman, 2000; Vishwanath & Krishnamurti, 2009).

Därför är det viktigt i att en hög mån definiera element hos det företag som skall analyseras. Sedan tars det elementen och jämförs med den konkurrens som finns (Vishwanath & Krishnamurti, 2009). Element att titta på är dem som vi tidigare presenterat under strategi-och redovisningsfaktorena. Bland de strategiska elementer används etableringshot och substitut för att finna en nivå av risker som går att applicera både det företag som skall analyseras och konkurrensen. Här vill man alltså finna en jämnivå mellan värderingsobjektet och referensobjektet. Av redovisningsfaktorena ser

gärna värdena att storleken på företagen är lika: i hänsyn till omsättning, antal anställda, etc (Tolleryd & Frykman, 2000). När värderarna har etablerat ett värdigt referensobjekt värderas det nuvarande företaget efter skillnader på multiplarna emellan de båda. I USA finns en data bas kallad Standard Industrial Classification (SIC) där företag blir identifierade enligt samma faktorer för att få tilldelade sig ett tresiffrigt SIC nummer (Vishwanath, 2009). Ifall mindre än fem företag kan klassas som en egen tresiffrig serie kan dem bli tilldelade tvåsiffriga nummer som indikerar en industritillhörighet och inte ett eget företagssegment (Vishwanath & Krishnamurti, 2009).

3.4.2.1.1 Vinstmultiplar

När vinsterna emellan företag studera ser man ofta till P/E-tal, detta är för att finansiärer vill hitta företags vars aktier är undervärderade. Ifall två företag nästan är precis likadana men vars P/E tal varierar stort så finns det en stork risk det företags var P/E-tal är sämre snart stiger upp till värdet av det likvärdiga företaget. (Tolleryd & Frykman, 2000) Bortsett från risken att göra fel uppfattning om referensobjektet så kan även hela branschen vara övervärderad. Ett exempel på det har varit IT-industrin där hela industrin var övervärderad.

Enligt Vishwanath och Krishnamurti (2009) brukar ett högt P/E-tal tala för en bättre värdeökning medan ett lågt P/E-tal brukar leda till en mindre värdeökning på sikt, däremot har högt eller lågt P/E inte någon stark koppling till att företaget blir värderat till dess korrekta värde. Generella riktlinjer är att inte bara jämföra P/E-tal med samma sorts företag i samma industri, utan att även se på hela industrin och andra företag av samma typ och i samma bransch under olika tidsperioder. En tumregel är att ett företaget med en bra tillväxt, låg risk, och har ett lågt behov av investeringar bör förtjäna ett högt P/E-tal. Ett P/E-tal kan även bli tillfälligt manipulerat genom att exempelvis företag nyligen sålt av en del av ett företag. När försäljningsintäkten kommit in på bokföringen ser plötsligen företaget ut att ha gjord starka ekonomisk tillväxt. På sikt jämnar detta ut sig då en försäljning i sig själv inte ökar ett företags löpande verksamhets effektivitet eller lönsamhet. Vissa företag är i branscher som har cykler av tillväxt och värdeminskning, där det gäller att känna till dessa cykler för att inte till exempel investera i ett företag som står en månad från att inleda en värdeminskning (Vishwanath & Krishnamurti, 2009).

För att tackla cyklerna finns det ofta ett uträknad årligt snitt på utdelningarna av aktier. Samma görs även för räntabilitet på eget kapital. En fallgrop med att använda vinstmultiplar är att ofta söker värderarna efter vad aktierna är värda och inte vad själva företag är värt i en försäljning (Vishwanath & Krishnamurti, 2009).

3.4.2.1.2 Kassaflödesmultiplar och Intäktsmultiplar

Samma princip som vinstmultiplar men istället för vinst ser värderarna på kassaflödet. Antingen studeras rörelseresultatet efter avskrivningar eller rörelseresultatet före skatt och avskrivningar.

Vissa företag inom en tillväxt bransch gör aldrig vinst och får alltså inget positivt rörelseresultat som kassaflödesmultiplar kräver. Då studeras P/S-tal, vilket är Priset på företag delat på den prognostiserade intäkter. Detta visar alltså hur företaget utvecklats mot att tillsluta kunna täcka sitt eget värde med intäkter (Tolleryd & Frykman, 2000)..

3.4.2.1.3 Multiplar för specifika branscher

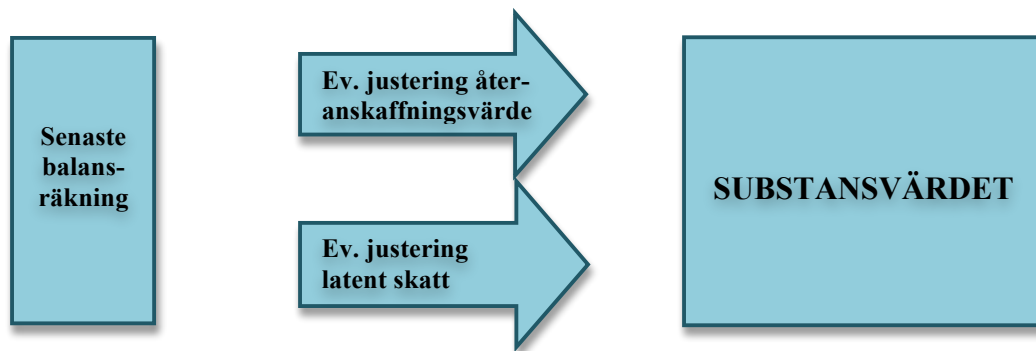
Av förstårliga skäl är vissa analyser mer relevanta än andra inom specifika branscher. Tolleryd och Frykman (2000) tar exemplet med hotellbranschen då nyckeltalet företagens pris/antal hotellrum är viktigt. Fördelen med multiplar av denna sorts är att dem säger mycket inom säregna dynamiska branscher. I hotellbranschen med låg och högsäsonger kan hotellrummen säga mer och framtida kassaflöden än en analys av de tidigare kassaflödena.

Uträckningarna av multiplarna är lätta att göra, däremot är det svårt att finna det nyckeltal som gör analysen relevant. Företagspriset är en konstant, men nyckelvärdet är den delen av ekvationen som ska leda till att ge en prognos av framtida kassainflöde (Tolleryd & Frykman, 2000).

3.4.3 Substansvärdering

Substansvärdering är en annan metod som kan användas vid företagsvärderingar. Substansvärdet definieras som företagens tillgångar minus företagens skulder (Hult, 2003; Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002; PwC, 2007). Man kan säga att substansvärdet är det samma som eget kapital då eget kapital är summan av tillgångar minus skulder (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Denna värdering kan göras på två sätt, den första en försiktig värdering som bygger på bokföringslagen som säger att tillgångar ska tas upp till anskaffningsvärdet, man får alltså inte värdera tillgångar högre än så, undantag för fastigheter finns. Denna typ av substansvärdering som är baserad på bokförda värden utförs t.ex. när skattemyndigheten bedömer företagares förmögenhet (Hult, 2003).

Det andra sättet, och även det vanligare, är att använda tillgångar och skulders verkliga värde baserat på en balansräkning justerad med verkliga värden när man gör en substansvärdering. Tillgångar och skulders värde förändras ju allt eftersom tiden går och det är detta som är det verkliga värdet som bör vara till grund för värderingen (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).



Figur 4. Beskrivning av substansvärderingens komponenter. Källa: Hult (2003), s 100, egen version.

Man använder då det marknadsmässiga eller verkliga värdet av tillgången eller skulden vilket är återanskaffningskostnaden på värderingsdagen (Hult, 2003). Återanskaffningsvärde använder man när det gäller en "going concern" vilket innebär att företaget ska fortsätta drivas (PwC, 2007, s 32). Likvidationsvärde, även kallat slaktvärde, kan även användas vid en substansvärdering vilket är "det värde på tillgångarna som kan erhållas vid en likvidation" (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002, s 302). Återanskaffningsvärdet för en going concern är oftast inte det samma som likvidationsvärdet som ofta blir lägre än det förstnämnda.

Olika saker påverkar likvidationsvärdet såsom i vilken hastighet avvecklingen sker, vid snabb avveckling får maskiner och inventarier ett lägre värde. Kostnader tillkommer för avgångsvederlag till de anställda vilket kan bli en stor kostnad. Det kan även vara svårt att få sålt fabriksbyggnader, det beror på hur marknaden ser ut vid tillfället och byggnadens placering. För att få en rättvis bild av substansvärdet bör man därför ta hänsyn till detta och göra värderingen baserat på "olika antaganden om likvidationslängdens period" (Hult, 2003, s 109). Det är därför inte vanligt att använda likvidationsvärdet i samband med substansvärderingar. Undantag för detta är då det går dåligt för ett företag och kontrollbalansräkning måste upprättas, vilken är en typ av likvidationsvärdering (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Vid en justering av balansräkningen kan den senaste balansräkningen användas eller en budgeterad balansräkning. Man går då igenom de olika posterna och justerar dem till det verkliga värdet eller slaktvärdet. Vissa poster kan vara svårare att bestämma än andra (Hult, 2003). Det är främst tillgångar som justeras då dessa är, enligt redovisningsprinciper, lågt värderade medan skulderna mer sällan behöver justeras då de enligt samma principer är högt värderade (Lundén & Ohlsson, 2007).

Tillgångarna i balansräkningen delas upp i omsättningstillgångar och anläggningstillgångar. Till omsättningstillgångarna tillhör poster som kassa/bank, kundfordringar och varulager. Den förstnämnda, kassa/bank, behöver oftast inte justeras då "pengar är pengar" (Lundén & Ohlsson, 2007, s 70).

När det kommer till kundfordringar däremot bör man ta hänsyn till risken för förlust om en fordring ej betalas t.ex. (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Ofta delas

kundfordringar upp mellan säkra och osäkra vilket kan hjälpa till då man ska ta hänsyn till förlustrisken (Lundén & Ohlsson, 2007).

Att värdera varulagret kan vara komplicerat. Enligt Lundén och Ohlsson (2007, s 67) ”handlar det inte enbart om varornas skick, du måste också bedöma värdet i förhållande till storleken på lagret ... ett alltför stort lager brukar innebära svårigheter att få ut fullpris för alltihop”. En annan aspekt när det kommer till varulagret är att företag ofta övervärderar lagret när det går sämre för företaget och tvärtom undervärderar när det går bra för att undvika hög skatt. Både Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002, s 307) och Lundén och Ohlsson (2007, s 67) är överens om att den som värderar varulagret bör vara sakkunnig och ha stor erfarenhet då det kan vara komplicerat.

Anläggningstillgångarna kan delas upp i materiella tillgångar som byggnader och mark samt maskiner och inventarier, immateriella tillgångar som goodwill, patent och varumärke och även finansiella tillgångar som aktier i dotterbolag eller intressebolag.

De materiella tillgångarna byggnader och mark är båda av den karaktären att de tenderar att öka i värde med åren och utgör ofta dolda reserver i balansräkningen. Båda posterna tas upp i balansräkningen till anskaffningsvärdet, skillnaden är att byggnader sedan skrivs av under viss tid medan mark förblir densamma då mark ej får skrivas av enligt redovisnings principer (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Ofta kan man använda jämförelseobjekt vid fastställandet av värde av byggnader och mark. Justeringen av posterna gör man sedan antingen genom att justera öka eller minska posterna byggnader och mark eller alternativt för byggnader kan man justera avskrivningarna om de anses för höga eller låga (Lundén & Ohlsson, 2007). Maskiner och inventarier har en ekonomisk livslängd som bestäms av företaget. Dessa tillgångar tas från början upp till anskaffningsvärdet i balansräkningen och skrivs sedan av relaterat till livslängden och minskar på så sätt i värde i balansräkningen. Eftersom företaget själv till stor del kan styra över tillgångens ekonomiska livslängd och anpassa den så det blir t.ex. skattemässigt förmånligt är det ofta så att värdet i balansräkningen inte motsvarar det verkliga värdet av tillgången och måste justeras vid substansvärderingen (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

De immateriella tillgångarna kan vara svårare att fastställa värde på då de är icke-monetära och uppstår då man spenderar resurser på något som förvisso inte har en fysisk substans men som har ett värde (Artsberg, 2005). Värdet av en immateriell tillgång vid en going concern och slaktvärdet skiljer sig ofta åt. Detta grundar sig i att ”vid en avveckling har de oftast ett lågt eller inget saluvärde alls, medan de kan ha stort värde om företaget ska drivas vidare” (Lundén & Ohlsson, 2007, s 63). Immateriella tillgångar skrivs också av. Goodwill t.ex. skrivs av på fem år eller 20 år i vissa fall. Patent och varumärke skrivs av på minst fem år. Goodwill är skillnaden mellan det bokförda värdet av företaget och det pris man betalat för det. Det värderaren ska avgöra är om man betalat ett överpris för företagets goodwill eller ej. Detsamma gäller vid fastställandet av värdet för patent och varumärken, här måste värderaren avgöra om värdet i balansräkningen är realistiskt eller ej. Om det är realistiskt kan det tas med i den justerade balansräkningen men om det är orealistiskt kan man bortse från värdet. Alternativt kan man presentera olika

substansvärden, ett som inkluderar de immateriella tillgångarna och ett som exkluderar dem (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Finansiella anläggningstillgångar finns i många olika former. T.ex. räknas börsnoterade aktier hit, dessa är lätta att värdera då deras värde redan är fastställt. Andelar i dotter- och intresseföretag tillhör också finansiella tillgångar. Lundén och Ohlsson (2007) förelår att en substansvärdering av dotter- eller intresseföretaget också görs för att avgöra värdet på andelen. Som sagt finns det många olika former av finansiella anläggningstillgångar som alla bör granskas nog vid en värdering (Lundén & Ohlsson, 2007).

Även om skulder inte behöver justeras i balansräkningen i lika stor utsträckning som tillgångarna bör de ändå ses över. Det finns långfristiga skulder och kortfristiga skulder, som leverantörsskulder. På de långsiktiga skulderna kan förändringar i ränta påverka det verkliga värdet och kan innehålla dolda reserver. De kortfristiga skulderna behöver oftast inte justeras (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Latent skatteskuld kan även uppstå. För att få en så exakt substansvärdering som möjligt bör värderaren i samband med justeringen även ta hänsyn till de tillgångar som beskattas vid en eventuell försäljning. Om man värderar upp en tillgång så blir skatten högre, det kallas att en latent skatteskuld uppkommer som bokas mot obeskattade reserver. Om tillgången justeras till ett lägre värde så blir skatten lägre. Detta påverkar det slutgiltiga resultatet av substansvärderingen (Hult, 2003). Det finns även tillgångar som inte beskattas vid en försäljning och då uppstår ingen latent skatteskuld då bokas detta istället mot beskattade reserver i balansräkningen (Lundén & Ohlsson, 2007).

Som framgår av texten ovan är det många olika aspekter värderaren måste ta hänsyn till vid en substansvärdering när balansräkningen justeras. Då substansvärderingen inte alltid ger en komplett bild av företagets värde bör den i vissa situationer användas som komplement till den tidigare nämnda värderingsmodellen som är avkastningsbaserad (Hult, 2003).

3.4.4 Marknadsvärdering

Marknadsvärdering är ytterligare en metod som kan användas vid företagsvärdering. Enligt Lundén och Ohlsson (2007, s 116) kan marknadsvärdering förklaras som ”att företaget värderas till det pris som marknaden erfarenhetsmässigt är villig att betala för ett liknande företag under normala omständigheter”. Värdet baseras alltså på en jämförelse av andra företag ”i samma bransch, storlek och belägenhet” (Lundén & Ohlsson, 2007, s 116) och det pris som betalats för det vid en försäljning.

Vid en jämförelse bör man ta hänsyn till olika faktorer som bör stämma överens mellan företaget som ska värderas och de företag som det ska jämföras med. Lundén och Ohlsson (2007, s 117) har identifierat sju faktorer som man bör ta hänsyn till;

- tidpunkten
- platsen där företaget finns
- parterna
- finansieringsmöjligheten
- försäljningsvillkoren
- företagsformen

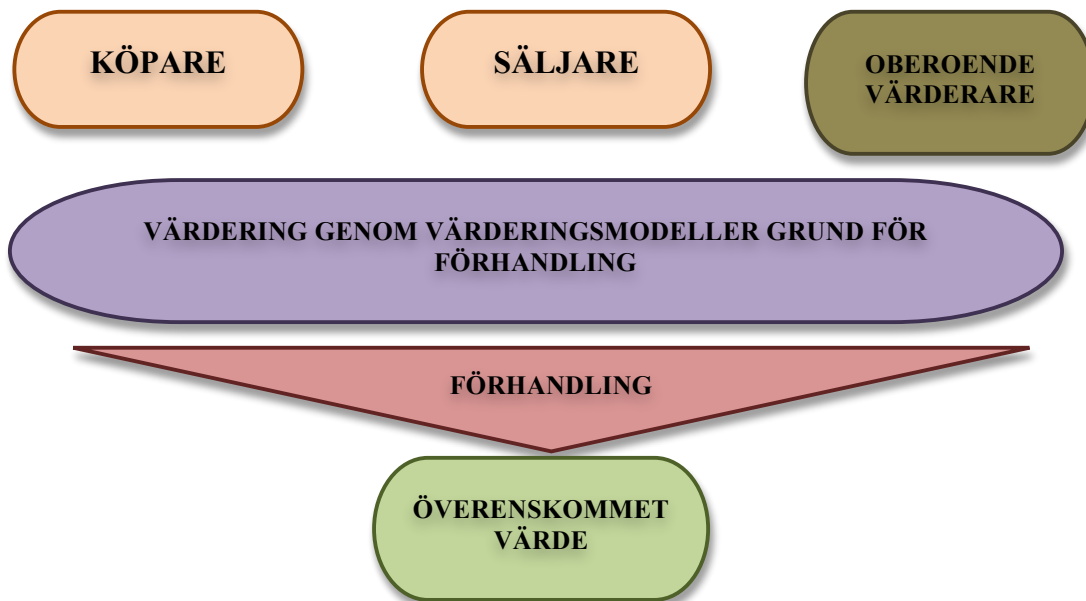
Tidpunkten då det jämförande företaget såldes är en faktor som är viktig att ta hänsyn till då inflationen och konjunkturen påverkar priset. Även platsen där företaget finns påverkar värdet. Om företaget som ska värderas är beläget centralt så bör det jämföras med andra företag som även dem är belägna central. Det är även viktigt att ta hänsyn till parter som var involverade i affären i de jämförande företagen. Om försäljningen t.ex. skedde inom familjen eller från ett dödsbo kan försäljningspriset vara lägre än i vanliga fall. Även finansieringspotentialen i företaget spelar roll, man bör jämföra med företag med liknande möjligheter att finansiera företaget. Försäljningsvillkoren kan även påverka priset, mycket är baserat på prognoser och antaganden om framtiden vid en försäljning. För att få köparen att känna sig tryggare kan man utforma priset så det är beroende av framtida lönsamhet. Om sådana avtal har träffats bör jämförelsen göras med andra liknande företag som även dessa har sådana avtal. Sist bör man även ta hänsyn till bolagsformen aktiebolag är t.ex. dyrare än ett handelsbolag i administration och bildande. Jämförelser bör då göras med företag med samma bolagsform. Det är alltså många olika faktorer som bör tas hänsyn till vid en marknadsvärdering. Det kan vara väldigt svårt att finna jämförelseföretag som uppfyller alla ovan nämnda faktorer vilket gör denna typ av värdering svår (Lundén & Ohlsson, 2007).

Det finns även andra aspekter som påverkar jämförelse. Ett problem som existerar är att priset vid försäljningar av företag ofta är sekretessbelagda. Man kan hitta vägar runt detta genom att bland annat titta på förändringar i balansräkningen före och efter försäljningen av företaget, men dessa metoder är osäker enligt Lundén och Ohlsson (2007, s 116). Ett annat problem som kan uppstå är att urvalet av företag som ska jämföras måste vara jämförbara. Det kan vara svårt att hitta ett tillräckligt stort urval av jämförbara företag då det är många faktorer som spelar in i jämförelsen (Lundén & Ohlsson, 2007).

3.5 Sammanfattning av teoretiskreferensram

För att summera den teoretiska referensramen som presenterats ovan kan olika slutsatser om värde och värderingar dras. Det finns ett teoretisk värde som är institutionellt och enligt Most (1977) kan ha en etisk mening och en materiell mening. Det etiska värdet är svårt att uppskatta då den baseras på uppskattningar och inre karaktärer. Den materiella betydelsen baseras på matematik eller redovisning och det finns olika principer och standarder som får fram redovisningsvärden. Eftersom detta värde är baserat på t.ex. redovisnings information och olika principer kan det ses som institutionellt.

Det finns även ett värde som beskrivs som ett empiriskt värde och detta kan sammanfattas som det värde man slutligen betalar för ett objekt. Man kan säga att det finns tre aktörer som tillsammans får fram det empiriska värdet en köpare, en säljare och en oberoende värderare (se figur 5 nedan). Köparen och säljaren har två olika värden i tankarna. För köparen är värdet det som de kan tänka sig betala för objektet och för säljaren är värdet summan de vill ha för objektet. Värderaren använder sig av värderingsmodeller, såsom avkastningsvärdering eller substansvärdering, för att få fram ett verkligt värde genom dessa. Det slutliga värdet är det värde som dessa parter förhandlar fram och kommer överens om till slut (Yegge, 2002). Detta värde framkommer alltså både baserat på köparen och säljarens egna uppfattningar och egna åsikter tillsammans med den oberoende värderarens uträknade värde. Värdet kan uppfattas som delvis subjektiv då det är spekulativt, baserat på köparen och säljarens egna uppfattningar, men även institutionellt då det baseras på beräknat värde, från redovisningen och värderingsmodeller, utfört av den oberoende värderaren (Most, 1977).



Figur 5 demonstrerar förhållandet mellan köparen, säljaren och den oberoende värderaren som bidrar med olika uppfattningar om värde och genom förhandling kommer fram till ett slutligt värde.

Redovisningsdata och fundamental analysen är viktiga delar av att komma fram till det slutliga värdet. För att i värderingsmodellen ha tillförlitlig information är det till hjälp att ha utfört en fundamental analys på företaget. Denna tar hänsyn till strategi, redovisning samt finansiella aspekter som sammanställs i prognoser vilka sedan används i värderingen. (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Ett antal värderingsmodeller har framställts ovan för att ge en inblick i hur värderingar kan beräknas. Diskonterat kassaflödesvärdering är en typ av avkastningsbaserad värdering. Denna modell diskonterar framtida kassainflöden till dagens värde. Man använder historisk data av kassaflöden för att göra prognoser om framtida kassaflöden. Då modellen är baserad på antaganden om framtiden kan den ses som något spekulativ (Tolleryd & Frykman, 2000). Multipelvärderingen sätter företaget i relation till andra företag i samma bransch och segment. Med olika värdemultiplar beräknas sedan värdet. Det svåra med denna modell är att hitta företag att använda vid jämförelsen. Substansvärderingen ser till substansen i företaget, tillgångar och skulder. För att få ett verkligt värde justeras balansräkningens poster. Justringarna är ofta baserade på antaganden vilket gör även denna modell spekulativ (Hult, 2003). Sist har även marknadsvärderingen framställts som, likt multipelvärderingen, är en jämförandevärdering. Här fastställs värdet genom att se vilket ”pris som marknaden erfarenhetsmässigt är villig att betala för ett liknande företag under normala omständigheter” (Lundén & Ohlsson, 2007, s 116). Även här är det svårt att hitta jämförelseobjekt vilket gör värderingen svår att genomföra. Värderingsmodellerna är viktiga och utgör ofta basen för den fortsatta förhandlingen för att komma fram till det slutliga värdet mellan köparen och säljaren (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Utifrån detta kan två komponenter identifieras som bidrar till bestämmandet av värdet. Dels en baskomponent som man kommer fram till genom redovisningsinformation och värderingsmodeller och dels ett spekulativt värde som baseras på åsikter och personliga uppfattningar hos säljare och köpare där även marknaden spelar in och påverkar värdet (Most, 1977).

Den teoretiska referensramen, speciellt fundamental analysen och värderingsmodellerna, kommer i studiens analys ställas mot det empiriska materialet, som presenteras i nästa kapitel, för att se hur litteraturen stämmer överens med praktiken samt för att fastställa vad en god värderingsmodell är.

4 Empiri

Detta kapitel presenterar studiens empiriska material baserat på intervjuer med tre företagsvärderare från tre olika företag; Ernst & Young, PwC och Swedbank Företagsförvärv.

Nedan presenteras det insamlade empiriska materialet i form av respondent 1, 2 och 3s svar på sammanställda intervjufrågor, se metod kapitel för bakgrundsinformation om respondenterna.

4.1 Hur ser respondenterna på begreppet värde?

Respondent 1: Jag anser att begreppet värde beror på ur vilken synvinkel man ser det ifrån. En säljare utför en värdering som är så hög som möjligt får att få ut så mycket pengar som möjligt ur försäljningen. Köparen utför en egen värdering som är så låg som möjligt för att kunna köpa företaget för en så låg summa som möjligt. Sedan uppstår en förhandling där ytterligare ett värde förhandlas fram som är ett överenskommet värde av företaget och det pris som betalas för företaget. Företagsvärdet är alltså subjektivt och kommer fram främst genom förhandling. De ursprungliga värderingarna är bara utgångspunkter för förhandlingen.

Respondent 2: Jag, och främst mina kollegor inom CFR, är till största del rörande överens om att värdet av ett företag baseras till stor del på framtida möjlig intjäningsförmåga. Våra kollegor inom revision tenderar, stundom, att titta mer på substansvärdet i ett företag. Det senare kan bli väldigt fel (för högt såväl som för lågt) men det ingår, för vissa företag och då har storleken/omsättningen en betydande roll, i de så kallade redovisningsprinciperna att revisorerna skall värdera företag på detta sätt, rätt eller fel.

Respondent 3: Värde beror på möjligheterna att finansiera objektet. Teoretisk är värdet vad det är men när man säljer ett företag möts man av en marknad med en spelplan och där måste man även ta hänsyn till finansieringen. Värdet har därför förutsättningar relevanta till marknaden som ofta glöms bort att titta på. Någon måste tro på värdet och vara beredd att ta risken och köpa företaget.

4.2 Vilka värderingsmodeller använder respondenterna och vilka är dess för- och nackdelar?

Respondent 1: Vid företagsvärderingar används avkastningsbaserad värdering, substansbaserad värdering samt marknadsbaserad värdering. Dessa modeller kombineras på olika sätt och kompletterar varandra. Kundens syfte med värderingen och priset kunden betalar för värderingen styr hur pass djup analysen blir. Ernst & Young har ingen egen utvecklad modell utan använder de ovan nämnda modellerna i olika kombinationer. Det finns för- och nackdelar med alla modeller. För att nämna någon är t.ex. avkastningsmodellen baserad på vad man förväntar sig i framtiden, det är alltså gissningar vilket speglar att värderingen inte är en exakt vetenskap. Oavsätt hur fin och

bra värdering man utför blir den ändå fel eftersom den baseras på gissningar. IT-bubblan är ett exempel där många it-företag värderades otroligt högt men när bubblan sprack så ansågs företagen plötsligt i stort sett värdelösa.

Respondent 2: Avkastningsvärdering (kassaflödesvärdering, DCF-värdering etc.) är den mest vedertagna metoden för företagsvärdering. Den tar sikte på vilka medel (kassaflöden) ett företag kan frigöra till en ägare (behöver inte vara detsamma som utdelning då denna kan begränsas av olika faktorer).

Väldigt sällan används substansvärdering men det har hänt då en kund efterfrågat det (kan stå i vissa ålderstigna aktieägaravtal att substansvärdering skall göras i samband med utlösen, tvist eller liknande). En korrekt utförd substansvärdering (som vi dock inte levererar till kunden i de fall de efterfrågar en substansvärdering) innebär dock en "marknadsvärdering" (i vårt fall en värdering av alla kassaflödesgenererande enheter inom ett bolag t.ex. en maskin, kärnkraftreaktor, fjärrvärmepanna eller ett patent) av alla tillgångar.

Avkastningsvärdering, enligt ovan, är den mest vedertagna metoden. Det finns även relativvärdering, även kallad jämförande värdering, att tillgå. Den tar sig uttryck genom att vi jämför bolag inom samma, eller liknande, bransch, ungefär samma storlek, finansiella struktur, omsättning, intjäning etc. Jämförelsen görs mellan noterande bolag eller bolag där transaktioner nyligen genomförts. Justeringar görs av olika skäl (jämförelseobjektet för litet/stort, andra marknadsförutsättningar, synergier/samordningsvinster för köparen vid förvärvet etc.).

Vi gör alltid både DCF-värdering och relativvärdering vid fullskaliga värderingar. Vid "mindre" värderingar (så kallade indikativa eller värde simuleringar) använder vi nästan uteslutande DCF. Ibland används även multipelvärdering som är lite detsamma som jämförande värdering. Vi applicerar en "multipel" (en siffra/tal som vi multiplicerar) på ett företags EBIT eller, mer vanligt, EBITDA då vi, inte sällan, har koll på vilka multiplar en viss bransch betalar. De företag som ger lägst multiplar är exempelvis tillverkande cykliska legoföretag av modell mindre (de är helt i händerna på sin kund/sina kunder och upplever väldiga svängningar i resultat beroende på konjunktur mm). Just nu är "App-företag" ganska hett och handlas till obskena multiplar.

Även vår modell är ju utsatt för kritik, motiverad såväl som omotiverad. Den är dock den som utsatt för minst motiverad kritik och i särklass den mest vedertagna så det känns tryggt.

Respondent 3: Vi använder oss av fyra olika modeller, substansvärdering, multipelvärdering som är resultat efter finansnetto minus skatt multiplicerat med en multipel som skiljer sig beroende på hur företaget ser ut och vilken bransch det tillhör, kassaflödesvärdering som är antagna värden inför framtiden samt statistik från marknaden från en intern databas där man har kategoriserat vad olika parter varit beredda att betala för olika slags företag. Substansvärdering är vad det är men multipelvärdering skiljer sig mycket.

Om man ska köpa en verksamhet är man ofta låst med för lite kapital. Förtaget värderas till 10 miljoner, men man måste rätta sig efter olika bankers sätt att finansiera. Idag

finansierar banken endast 50 % av köpet med en amorteringstid på 5 år. Multipel är viktig i detta sammanhang, bank tar in informationen och värderar multipeln generellt till fem. I en omodern bransch dras multipeln ofta ner till tre eller fyra istället för fem. Men i en modern bransch kan multipeln öka till sex eller sju där efterfrågan större än tillgång. Generellt används multipel på fem, men det styrs av bankerna. Köpet finansieras av olika parter t.ex. banken (enligt ovan), egen insats och ALMI företagspartner. Detta pussel styr värdet.

Multipelvärdering är mest tillämplig och marknadsanpassad, då den tar hänsyn till finansiering. Fördelen med multipelmodellen är att den tar hänsyn till risker, finansieringen och andra mjuka värden. Då blir värderingen mer realistisk.

Kassaflödesvärdering kräver mycket från den som gör värdering och den som lämnar informationen. Som säljare är man ofta alldeles för optimistisk, vad gäller lönsamhet och omsättning. Det blir ofta fel värderingar då och saknar förankring i verkligheten, speciellt vad gäller antaganden om ökad vinst och omsättning. Kassaflödesvärdering är mest exakt, men även den som är lättast att göra fel på.

4.3 Hur ser respondenternas värderingsprocesser ut?

Respondent 1: En värderingsprocess påbörjas genom att material och information samlas in i form av årsredovisningar samt intervjuer med berörda personer i företaget. Man utför sedan beräkningar enligt värderingsmodellerna och presenterar resultatet för kunden. Hur djup analysen är och hur omfattande värderingen och dess presentation är styrs av priset kunden betalar för det.

Respondent 2: Vi inleder med intervjuer av företagsledning (VD, ekonomichef etc.). Vi ber dem ta fram en prognos för framtiden (oftast 5-10 år framåt) och vi börjar analysera historiken (5 år tillbaka). I den analysen försöker vi få fram "normal intjäningsförmåga" för bolaget. Det innebär att vi justerar för alla icke marknadsmässiga intäkter och kostnader (ibland gör bolaget betydande vinster via försäljningar av maskiner/inventarier eller en verksamhetsgren alternativt tar kostnader för uppsägning av t.ex. VD (inte sällan 12 mån uppsägning eller liknande)) vilket vi "justerar" (lägger tillbaka) för. Detta jämförs sedan med prognosen och de argument som företagsledningen framställt för eventuella avvikelser mot historiken. Inte sällan, pga. olika skäl, så kommer ett bolag gå bättre, eller sämre, än det gjort historiskt i en prognos. Känner vi att det finns fullgoda argument för detta så gör vi inga justeringar av prognosen. Känner vi däremot att vi inte fått en tillräckligt god förklaring så kan vi ibland gå in och justera en, av företagsledningen lämnad, prognos då vi anser att den är för offensiv alt för defensiv i förhållande till det vi kommit fram till i vår analys.

Respondent 3: Vi börjar med att ta fram historisk information från årsredovisningar samt möter ägaren eller den som driver företaget för intervju. Utan intervjun kan man inte göra en korrekt värdering. Många företag har kostnader i resultaträkningen som in är företagsanpassade. Man har t.ex. frun på lönelistan fast hon inte arbetar där eller så har dottern en tjänstebil, ägaren kan ha tagit ut extra hög lön ett år då det man gjort en extra stor vinst. Dessa kostnader måste justeras och enda sättet att få reda på dessa kostnader är

att prata med företagaren. Vi gör sedan en multipelvärdering genom att hitta ett normalt år och justerar resultaträkningen, annars blir värderingen helt fel.

4.4 Hur ser respondenterna på företagsanalys i samband med värdering?

Respondent 1: Vid en mindre affär görs ingen närmare företagsanalys med strategianalys, redovisningsanalys och finansiell analys utan en generell presentation och beskrivning av företaget och dess produkter och verksamhet presenteras istället tillsammans med beräkningarna och värderingen som totalt kan röra sig om 5-10 sidor information.

I en större affär presenteras ett prospekt som innehåller en djupare företagsanalys som kan innehålla strategianalys, redovisningsanalys och finansiell analys. Prospektet kan omfatta ca 50 sidor varav hälften ungefär är företagspresentation och analys och resterande del är beräkningar av värdet.

Värderingen kan även göras med olika perspektiv på dåtid, nutid och framtid, ändamålet för värderingen styr fokuset. Ett exempel är att om ett företag har, historiskt sett, haft dåliga resultat men gjort en bra vinst det sista året. Då vill en säljare lägga störst fokus i värderingen på den senaste vinsten och framtida vinster för att få upp värdet. Medan köparen lägger mer fokus på att det historiskt sett varit dåliga resultat och baserar värderingen mer på detta för att få ner värdet.

Respondent 2: Företagsledningen vet, och kan, oftast mest (mycket mer än oss) om sitt eget företag. Det handlar mycket att vi ska "översätta" den info som de sitter på till vårt "språk" och de tolkningar vi gör av den information som de tillhandahåller. En kraftig majoritet av värderingar som görs sker utifrån företagsledningens prognoser. Att göra egna prognoser, utan att intervjua företagsledningen eller ha någon vetskap/kunskap om företaget, är helt förkastligt och kan bli hur fel som helst (läs t.ex. "Valuation Företagsvärdering" så kallad "Internetvärdering" som utgår från ett företags senaste års resultat och som, via ett genomsnitt av historisk intjäningsförmåga, framställer en värdering på ytterst generella grunder. Går att köpa på Internet på för 5000 kr men är inte värd pappret den är skriven på). Sen har vi, inom de flesta branscher, branschexperter. De har koll på vad som sker inom branschen, trender, regleringar, lagstiftning etc. De är till stor hjälp vid värdering av "deras" bransch.

Respondent 3: Allt spelar in. För att få en helhetsbild och en realistisk värdering måste man ta hänsyn till alla perspektiv. Hur värdet presenteras i en bank skiljer sig från andra företag som arbetar med värdering. Banken tar även hänsyn till finansieringen, regler och policy. I presentationen tas fler mjuka värden upp och räknas in i värderingen. Företaget som ska värderas analyseras noga genom, som tidigare nämnt, intervjuer och justeringar av kostnader. Värderingen blir mer marknadsmässig och verklighetsanpassad.

4.5 Hur ser respondenterna på skillnader i företagsvärdering mellan olika branscher och olika typer av företag?

Respondent 1: Det finns stora skillnader mellan företagsvärdering i olika branscher samt mellan publika och privata företag. Företagsvärdering påverkas av typen av företag.

Företag med mycket immateriella tillgångar är speciellt svåra att värdera. I kunskapsföretag t.ex. värdesätter säljaren humankapitalet högt eftersom det anses värdefullt och säljaren vill ha ett högre pris vid försäljningen medan köparen värdesätter det lägre eftersom de vill betala mindre. Varumärken är också svåra att sätta värde på. T.ex. i värderingen av Absolut Vodka uppgick de fasta tillgångarna i företaget till ca 600 miljoner men erbjöds 40 miljarder för företaget i samband med försäljningen. Köparen hade gjort denna värdering och ansåg uppenbarligen att Absolut Vodkas varumärke var värt en hel del.

Mellan publika och privata företag uppstår också skillnader vid företagsvärderingar som främst är en finansieringsfråga. Publika företag genererar kapital genom sina aktieägare medan privata företag ofta måste gå till banken för att få kapital i form av banklån. Banken utför då en värdering som har en annan utgångspunkt än vid en försäljning. Man utgår från att företaget likvideras och hur mycket banken kan få ut från företaget då, alltså slakt- eller likvidationsvärde.

Respondent 2: Vissa bolag står, helt och hållet, och faller med värdet av immateriella tillgångar. T.ex. patent (som bokförs som immateriella tillgångar) inom läkemedelsindustrin där ett bolag plöjt ner väldigt mycket pengar i F&U på ett läkemedel som de fått godkänt och patenterat. Ju större bolag, ju större värde i immateriella tillgångar kan man säga. Google och Apple har sannolikt immateriella tillgångar som är värda betydande belopp.

Skillnaden mellan noterade och icke-noterade bolag är väsentlig. Marknadsnoterade bolag är skyldiga att via korrespondens till marknaden, nivån lite avhängig vilken lista de tillhör, tillhandahålla information om hur bolaget framskrider i förhållande till, tidigare kommunicerade, målsättningar, prognoser etc. Dessa bolag följs kanske av ett flertal analytiker som "uppdaterar" sina DCF-värderingar efterhand som nyheter kommer dem tillhanda. Den stora skillnaden mellan en marknadsnoterad aktie och en privat, frånsatt nämnda, är dock rabatten på minoritetsandelar. En marknadsnoterad aktie är, oavsett din ägarandel, oftast väldigt likvid (men reservation för så kallad "free float" och udda aktier på obskyra listor där handeln är högst begränsad). Med det menar jag att du kan sälja, och köpa, i princip när du vill. Det finns alltid en köpare, eller säljare, till ett ganska säkert pris. Detsamma gäller inte om du äger en minoritet i ett privat bolag. Du har inget bestämmande inflytande över bolaget och kan inte sälja aktierna (och bli "likvid") till ett "säkert" pris när du vill. De medför en stor "rabatt" på den typen av innehav som vi ibland får i uppdrag att bedöma. Olika "skolor" bedömer att rabatten på en minoritet kan vara så hög som 95 % på ett "pro rata" (linjärt) värde. Äger man under 10 % av totalt antal aktier är man dock skyddad av de så kallade "minoritetsreglerna" i Aktiebolagslagen.

Respondent 3: Företaget måste generera pengar. Företag med mycket immateriella tillgångar är ofta övervärderade men de saknar substans. Ta IT eran t.ex. där många IT

bolag värderades väldigt högt men idag finns väldigt få kvar av dem då de saknade substans sedan när det gick sämre för branschen.

Det är även skillnad på noterade och onoterade företag. Vid värdering av onoterade bolag spelar storleken på företaget roll och olika multiplar appliceras på olika stora företag. Börsbolag har ett helt annat tankesätt. Man kan köpa och sälja aktier så finansiering är helt annorlunda och bygger på enorma framtida förväntningar vilket kan vara orimligt.

4.6 Har nya modeller uppstått genom åren?

Respondent 1: Nej inte någon ny modell men det finns nya typer av företag som utför företagsvärdering. Företag ringer upp kunder och säljer värderingar över telefon. Värderingen utförs på någon minut och man kommer fram till ett värde utifrån företagets redovisning som presenteras tillsammans med ett värde av företaget. Detta är ett värde, som i sig är korrekt, men man tar inte hänsyn till andra faktorer vilket gör att företagaren får en skev bild av det egentliga värdet av företaget. Slutligen handlar det om att köparen och säljaren ska mötas på mitten vid ett köp och säljs scenario.

Respondent 2: Inte vad jag kan minnas för stunden. Dock förekom ju lite "udda" typer av värderingar på slutet av 90-talet när "IT-hybris" briserade som mest. Då värderades Framfab, och dess likar, till ca 20 Mkr per anställd. Värderingarna hade ingen förankring i vad Bolaget de facto tjänade och var, enligt mitt sett att se det, helt substanslösa. PwC körde sin modell och lät sig inte påverkas av all hybris. Vi fick, vad jag hört, en del kritik men det fick våra kritiker, senare, äta upp (med råge).

Respondent 3: Inte någon ny modell men det finns ny typ av värderare, IT-värderare som gör snabba värderingar, baserat på årsredovisningar utan att ha intervjuat företagaren, som de säljer till företagare. Dessa värderingar tar inte hänsyn till omvärlden.

4.7 Vad är en god värderingsmodell för respektive respondent?

Respondent 1: Det skulle vara svårt i praktiken att reglera företagsvärdering eftersom det inte är en exakt vetenskap. Värderingen styrs av situationen, syftet och kunden. Olika situationer, syften och kunder kräver olika värderingar vilket gör det svårt att reglera. Det finns däremot allmänna principer som många följer i praktiken. Ett exempel på en allmän princip är att man i substansvärderingen tar bort latent skatt. Det finns många fler sådana exempel på allmänt vedertagna principer men återigen är företagsvärderingen ingen exakt vetenskap.

Respondent 2: Vår (och även många andras) DCF-modell får väl anses vara så nära man kan komma en god redovisningsmodell. Visst vore det värdefullt att reglera företagsvärdering men samtidigt tråkigt. Det finns ju inget som är så tillfredsställande som att "slå sönder" någon annans värdering där de gjort fel (oftast tekniska fel men de kan även "missat" fel i prognosen som de borde upptäckt).

Respondent 3: Om man använder främst kassaflödesvärdering och gör för höga antagande om värdet så kan man få uppdraget att sälja baserat på den höga värderingen.

Men detta blir ofta fel då man inte får sålt företaget för det höga värdet. I en god värderingsmodell försöker man hålla tillbaka tillväxten. Multipelvärderingen tar hänsyn till marknaden och multipeln kan vara högre men det är rimligt att tro att den ligger mellan 4-6. Ingen är beredd att riskera mer och 5 år är rimligt, man söker kortare risktid.

4.8 Sammanställning av respondenternas svar

Figur 6 nedan är en sammanställning av respondenternas svar presenterade i texten ovan. De ovan nämnda frågorna har ställts för att få grepp följande begrepp; värde, värderingsmodeller, värderingsprocessen, företagsanalys (fundamental analys), skillnader mellan branscher och företagstyper, nya modeller samt god värderingsmodell (se teoretisk referensram om begreppen). Genom respondenternas svar och den sista frågan fångas slutligen vad en god värderingsmodell är enligt respondenterna.

För en överblick av respondenternas svar, se figur 6 nedan.

	Respondent 1	Respondent 2	Respondent 3
Begreppet värde?	Värde är subjektivt och är beroende av ur vilken synvinkel man ser det.	Värde baseras på företags framtida intjäningsförmåga.	Värdet är beroende av möjligheterna att finansiera företaget.
Värderingsmodeller?	Avkastningsbaserad modell substansbaserad modell samt marknadsbaserad modell.	Avkastningsvärdering (kassaflödesvärdering och DCF-värdering), ibland substansvärdering och multipelvärdering.	Främst multipelvärdering men även substansvärdering och kassaflödesvärdering. Samt statistisk information från intern databas
Värderingsprocessen?	Samla information från årsredovisning, intervjua berörda personer. Utför beräkningar som presenteras med företagspresentation.	Intervjua företagsledning, ta fram prognoser och analysera historiken samt utför justeringar vid behov.	Tar fram historisk information från årsredovisningar, intervjuar den som driver företaget och utför justeringar vid behov och utför multipelvärdering.
Företagsanalys?	Vid mindre affärer utförs ingen närmare företagsanalys men vid större värderingar görs en närmare analys av företaget och en större presentation.	Företagsanalys görs genom intervjuer och samtal med företagsledningen, som ofta har mest information om företaget, och drar slutsatser utifrån detta.	För att få en helhetsbild och en realistisk värdering måste man ta hänsyn till alla perspektiv av företaget.
Skillnader mellan branscher och företags-typer?	Stora skillnader mellan branscher. Företag med stora immateriella tillgångar är svårare att värdera. Största skillnaden mellan noterade och onoterade företag är finansieringen av företaget.	Stora skillnader mellan branscher. Ju större bolag ju större immateriella tillgångar. Skillnad mellan noterade och onoterade bolag är väsentlig. Noterade aktier är mer likvida, man kan sälja och köpa i stort sett när man vill. Men detta är svårare när det gäller onoterade aktier.	Företag med stora immateriella tillgångar är ofta övervärderade. De saknar substans. Stor skillnad för finansieringen av noterade och onoterade företag. Det är lättare att sälja och köpa noterade aktier än onoterade vilket gör dem mer likvida.
Nya modeller?	Nej, men IT-värdering är ett nytt där snabba värderingar utförs helt baserat på redovisningen men man tar ej hänsyn till andra faktorer som kan påverka värdet.	Nej, men det har förekommit udda typer av värderingar på 90-talet då IT företag värderades högt utanförankring i vad företaget egentligen tjänade.	Nej, men IT-värderare som utför snabba värderingar som inte tar hänsyn till omvärlden är nytt.
God värderingsmodell?	Värdering är ingen exakt vetenskap. Finns allmänna principer som är allmänt vedertagna av värderare.	DCF-modellen är så nära man kan komma en god värderingsmodell.	Multipelvärderingen som tar hänsyn till finansieringen och risker. I en god värderingsmodell försöker man hålla tillbaka tillväxten.

Figur 6. Sammanställning av respondenternas svar.

5 Analys

I detta kapitel analyseras det empiriska materialet utifrån den teoretiska referensramen i relation till studiens syfte samt problemformuleringar.

5.1 Värdering

Redan under första frågan då vi ber respondenterna ta ställning till vad värde är har respondent 1 och 3 en pragmatisk syn på vad ett värde är. Dem utgår från ett marknadsperspektiv där entreprenörer har subjektiva bedömningar om vad som egentligen utgör värdet av ett företag. Respondent 1 formar den åsikten tydligast då denne svarar att värderingen bara utgör en grund i själva transaktionspriset. Utöver ett substantiellt värde finns en skillnad på vad en kund är villig att betala. Respondent 3 svarar att någon måste se ett värde, vara villig att ta en risk. Även respondent 2 talar om det subjektiva när den framtida intäkten beräknas. Idén om den framtida potentialen finns på så sätt i alla responders argumentering. Det är enbart respondent 1 som tydligt säger att framtiden är en gissning, och ligger i en subjektiv bedömning. Detta tänk finns även i kassaflödesvärdering. Det är därför den explicita perioden helst bara ska sträcka sig fem år bort i tiden (Tolleryd och Frykman, 2002). . Det blir nämligen proportionerligt mer gissning än en vetenskaplig analysprocess. Det är därför kassaflödesvärdering med dess horisontvärde och schablonvärde enbart ska användas som ett verktyg tillsammans med flera andra för att ge en mer komplett bild av ett företagsvärde . Framtida intäkter, risktagning, och den subjektiva värdering, är alla en del av ett företags intäkter vilka görs genom den strategin ett företag väljer.

Enligt respondent 2 är ett företag värt: substantiella värden + framtida intäkter, och enligt respondent 3 är företaget värt: Finansiering + relationen till marknaden. Denna tolkning av deras teorier drar vi paralleller till den fundamentala analysen. Redovisningsvärdet, resultaträkningen och balansräkningen värderingen (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002), är visserligen utsatta för flexibilitet i redovisningen, men ligger ändå närmare i natur till det substantiella värdet. En kvantitativ beräkning av företags värde. Den första delen av vad respondent 2 och 3 syftar på i beräkningen av ett företagsvärde. I fundamental analysen blir finansanalysen och den strategiska analysen mer spekulativa. Är företaget mindre värdet än vad det anses vara, är det värt att investera i? Har företaget tillgång till en bra strategisk passform? Kan dem kapitalisera på denna passform och inta marknadsandelar. Det finns ett risktagande i dessa delar av den fundamentala analysen, och det finns spekulation om ett företagsvärde på marknaden. Vi hävdar den fundamentala analysen finns tydligt i de två sista respondenternas svar. Det går, i deras argumentering om ett beräknligt värde och ett spekulerat värde, att dra paralleller till den fundamentala analysen. Alla respondenter skänker mycket tyngd till att det finns en spekulativ del, oavsett om den beskriver den som risk, marknadsvärde eller en framtidintäkt.

5.2 Analys av värderingsmodellerna

Alla respondenter använder sig av flera värderingsmodeller som speglar teorins mantra om att ingen enskild värderingsmodell bör användas för att få fram ett exakt värde. Respondent 2 och 3 använder sig av multiplar, och motiverar detta med att branschtillhörighet är en faktor som är relevant. Det går att tolka samma resonemang ur respondent 1 då denne drar paralleller till IT-branschen, men denne säger det aldrig direkt och rakt ut som de andra två. Respondent 1 är dock den som tydligast talar om spekulatjonen, men inte den enda då respondent 3 talar om kassaflödesvärderingens spekulativa natur då denne säger att den modellen kan ge exakta värden men har lätt att bli mest felaktig.

I deras beskrivningar av processerna använder sig av alla intervjuer och historik. Respondent 2 är tydligen med att markera att intervjuerna används för att få fram en prognos. Här justerar respondent 2s företag några inkomstkällor för att plocka bort ”icke marknadsmässiga intäkter och kostnader”. Vi tolkar detta som att värderarna är medvetna att nya ägare väljer andra strategiska alternativ än de nuvarande ägarna. Samma respondent nämner även att enskilda stora transaktioner som försäljning av utrustning kan ge indikationer om bättre lönsamheten fast den är felaktig. Båda scenarion, inkomsterna som plockas bort och de enskilda stora transaktioner, går att härleda till Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) teori om företags medvetna redovisningsstrategier.

Det är intressant att termen ”normal intjäningsförmåga” används, vilket innebär att ett företag fortsätter i linje med dess nuvarande löpande verksamhet. Respondent 3 ger termen mer substans när denne observerar att vissa kostnader inte är ”företagsanpassade”. Ett exempel respondenterna ger av detta är förhöjda löner till ägarna i samband med stora vinster, etc. Vi anser inte att det faller in på Nilsson, Isaksson och Martikainens, (2002) ramverk då detta inte handlar om att förvränga och förbättra ett företags värderingsvärde. Att exempelvis köpa en bil åt sin fru, som respondent 3 ger ett exempel, hamnar i en annan kategori av beteende enligt oss.

När det kommer till hur värdering står i relation till värderingsmodellerna märks det tydligt att slutresultatet ska vara ett värde som ska reflektera marknaden. Respondent 1 talar inte bara om marknaden utan svarar om hur processen för att nå transaktionspriset ser ut. Här fokuserar köparen på den aspekt av företaget som talar för ett lägre pris, medan säljaren plockar fram allt det positiva. Det är tydligt att Respondent 1s företag använder sig utav fundamental analysen, då de tre analysperspektiven nämns specifikt.

Respondent 2s svar handlar mer om att få en korrekt uppfattning av framtidsprognoser där branschfaktorn är väl betänkt. Respondent 2 använder sig alltid av experter för att inte bara ta hänsyn till trender inom industrin, utan även ha koll på externa händelser så som lagar och regleringar. Det går att dra paralleller här till PESTEL-analysen. Vi kan även ana att respondent 3 syftar på PESTEL-analysen, då denne talar om ”hänsyn till alla perspektiv”, det kan även vara fundamentalanalysen respondenten syftar på. Bransch är viktigt enligt respondent 1 då problem med att värdera företag med stora immateriella värden så som intellektuellt kapital eller marknadsföring. Respondent 2 och 3 har starka

åsikter om immateriella värden. Den senare menar att företags förmåga att generera intäkter ibland överses när det kommer till deras immateriella tillgångar. Vissa företag genererar knappt några intäkter men värderas högt ändå. Respondent 2 påpekar att vissa företag är sina immateriella tillgångar, i det avseende att den stora majoriteten av ett företags värde ligger i exempel ett patent. Det går tydligt att applicera Nilsson, Isaksson och Martikainens (2002) teori om företags redovisningsprinciper och redovisningsstrategier. Företag vill att investerare och värderare ska fokusera på de segment som kan ge skäl för ett högt värderat värde.

I slutändan handlar värdering om att det finns ett marknadsmässigt värde. Detta skiljer sig mellan icke-noterade och börsnoterade företag. Ett icke-noterat företag har andra skyldigheter att rapportera sin finansiella situation. Ett noterat företags aktier byts säljs och köp ofta enligt respondent 2. Respondenten fyller även i att minoritetsägare under 10 % av icke-noterade företag måste sälja sina andelar till rabatterade priser. Detta viker av från värdering som leder till försäljningar. Det går att applicera Johnson, Scholes och Whittington (2009) ”legal” från PESTEL-analysen i detta scenario.

Respondent 3 anser att en god värdering inte sätter för mycket av sitt värde till framtida intäkter, tillväxten är en spekulativ beräkning. Respondent talar om att när värderarna ska finns ett marknadsmässigt värde för ett företag så bör detta inte regleras av regler. Det är upp till de enskilda värderarna att uppmärksamma felaktiga prognoser och tekniska fel, vi antar att detta är i bokföring. Respondent 1 instämmer delvis i detta genom att hävda att värdering inte är en ”exakt vetenskap”. Alla har under våra intervjuer har nämnt att flera verktyg används för att komma så nära ett bra värde som möjligt, vilket återspeglas i kritiken om varje teori, det nämns av Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) samt även Tolleryd och Frykman (2000). Alla använder även kassaflödesanalys vilket indikerar till oss teorin har gjort rätt genom att placera mycket fokus på denna form av analys. Den verkar onekligen vara ett element som är en del av själva grunden till företagsvärdering.

5.3 Vad är en god värderingsmodell?

Utifrån studiens teoretiska referensram behöver en god värderingsmodell först och främst vara baserad på väsentlig information från företaget. Fundamental analysen inkluderar tre olika företagsanalyser, strategianalys, redovisningsanalys samt finansiell analys, som tillsammans utgör en bra grund till själva värderingen (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

I den strategiska analysen kan man identifiera de framgångsfaktorer som driver företaget och även få information om yttre faktorer som kan påverka företaget. Det är viktigt för företag att vara medvetna om sina styrkor och svagheter samt dess aktiviteter, vilka segment man riktar sig mot samt vilka ens konkurrenter är för att kunna skapa strategier som driver företaget framåt (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Internt utvecklas strategin med fokus på bl.a. företagets syfte och målsättningar, vilka strategiska förmågor som finns inom företaget, en affärsmodell och kontroll av hur man närmar sig de utsatta

målen (Johnson, Scholes & Whittington, 2009). Det är även viktigt att ta hänsyn till makromiljön för att identifiera yttre faktorer som kan påverka företaget. PESTEL analysen samt Porter's Five Forces Framework analys är verktyg som kan hjälpa företaget att identifiera externa faktorer i makromiljön som kan komma att påverka företaget på olika sätt (Johnson, Scholes & Whittington, 2009).

Genom redovisningsanalysen kan man bedöma kvalitén på företagets redovisning. Det är viktigt att denna är tillförlitlig då denna information ofta är grunden för beräkningar av värderingsmodeller (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002). Man kan säga att redovisningsanalysen mäter de styrkor och svagheter som identifieras i strategianalysen. Men det är viktigt att vara medveten om att det finns olika principer inom redovisningen som kan tillämpas vilket resulterar i att redovisningen ser olika ut mellan olika företag (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Den finansiella analysen kan ses som en historisk analys av företagets utveckling. Med hjälp av nyckeltal kan man utföra lönsamhetsanalyser, mäta soliditet, likviditet och skuldsättningsgrad vilka indikerar hur det går för företaget ur ett finansiellt perspektiv (Nilsson, Isaksson & Martikainen, 2002).

Informationen som samlas i dessa olika företagsanalyser sammanställs sedan i en prognos som utgör basen för värderingen genom olika värderingsmodeller.

Detta visar att det, ur ett teoretiskt perspektiv, är många olika faktorer, såsom strategi, redovisning och finansiella aspekter, utöver själva beräkningarna av värdet som bör tas hänsyn till för att sedan kunna utföra en god värdering. Det är viktigt att vara insatt i företaget och att kunna bedöma redovisningens kvalitet för att värderingen ska bli så tillförlitlig som möjligt.

Liknande slutsatser kan dras från studiens empiriska material. De tre respondenterna är överens om att det är viktigt att värderingen och värderingsmodellen grundas på mer djupgående information om företaget.

Respondent 1 börjar insamlingen av information till värderingen genom att intervjua berörda personer inom företaget som ska värderas. På så sätt får man en inblick i företaget. Detta i kombination med information från årsredovisningar utgör grunden för värderingen. Affärens storlek styr hur pass djupgående företagsanalysen är. Men detta visar att respondent 1 grundar sin värdering på fler faktorer än bara beräkningar.

Respondent 2 påbörjar även värderingen med intervjuer med företagsledningen samt genom att samla information från årsredovisningar och företagsprognoser. Respondent 2 säger att företagsledningen oftast vet mest om företaget och majoriteten av värderingarna utförs baserat på företagsledningens prognoser. Respondent 2 tolkar denna information och avgör om det är realistisk eller ej och utför eventuella justeringar innan värderingen utförs. Även här kan man se att annan information och andra faktorer än bara siffror tas med i beräkningen av värdet. Justeringar utförs där det anses behövas vilket sedan blir grunden i värderingsmodellen.

Respondent 3 börjar även sitt arbete med en värdering med att ta fram historisk information från årsredovisningar samt intervjuar den som driver företaget. Respondent 3 anser att man inte kan göra en korrekt värdering utan intervjun där information samlas för att göra eventuella justeringar i redovisningsinformationen som sedan är grunden i beräkningen av värderingsmodellen. Respondent 3 menar även att allt spelar in i värderingen och alla perspektiv måste tas hänsyn till för att kunna få en korrekt helhetsbild samt en realistisk värdering. Återigen ser man att flera faktorer än bara siffror tas hänsyn till vid värderingen.

Utifrån den teoretiska referensramen och det empiriska materialet kan slutsatsen dras att en god värderingsmodell grundas på fler faktorer, såsom strategisk, redovisnings och finansiella företagsanalyser som ingår i Nilsson, Isaksson och Martikainens fundamental analys (2002), än bara siffror från balans- och resultaträkningar för att få en så realistisk värdering som möjligt.

Det finns många olika värderingsmodeller i teoriböckerna. I denna studie har några modeller valts ut som förekommer frekvent i litteraturen. Då de figurerar frekvent i litteraturen kan man dra slutsatsen att de är allmänt erkända värderingsmodeller.

I studiens teoretiska referensram tas följande värderingsmodeller upp; avkastningsbaserade modell (diskonterat kassaflödesvärdering), multipelbaserad värdering, substansbaserad värdering och marknadsbaserad värdering. Dessa modeller värderar företag utifrån olika grunder och teoretiker som Hult (2003), Tollyrd och Frykman (2000) och Lundén och Ohlsson (2007) anser att för att få en så tillförlitlig och exakt värdering som möjligt bör fler än en modell användas vid företagsvärderingar.

Utifrån det empiriska materialet kan man se att de modeller som tagits upp i den teoretiska referensramen till viss del även används i praktiken.

Respondent 1 använder sig av avkastningsvärdering, substansvärdering samt marknadsvärdering, gärna i kombination med varandra för att få fram ett så realistiskt värde som möjligt. Men det är affärens storlek som avgör hur pass ingående värdering som utförs.

Respondent 2 använder främst avkastningsvärdering (DCF-värdering) och anser att denna är den mest vedertagna metoden. Substansvärdering använder respondent 2 väldigt sällan om någon kund skulle efterfråga. Det förekommer även att respondent 2 använder olika jämförande modeller, som marknadsvärdering eller multipelvärdering. Vid fullskaliga värderingar utförs alltid avkastningsvärdering i kombination med en jämförandevärdering men vid mindre värderingar används nästan uteslutande avkastningsvärdering.

Respondent 3 använder sig av substansvärdering, multipelvärdering, kassaflödesvärdering samt statistik från marknaden från en intern databas. Respondent 3 anser att multipelvärderingen är mest tillämplig och marknadsanpassad då den tar hänsyn till risker, finansieringen och andra mjuka värden av vikt. Avkastningsvärderingen är dock mest exakt enligt respondent 3 men om värderaren ser för optimistiskt på lönsamhet och omsättning så blir denna värdering fel och saknar förankring i verkligheten.

Det råder alltså spridda åsikter om vilka värderingsmodeller som ger det mest realistiska värdet av ett företag, både i den teoretiska referensramen och bland respondenterna i intervjuerna. En slutsats kan dock dras där litteraturen stämmer överens med respondenternas åsikter är att modellerna bör användas i kombination av varandra och på så sätt komplettera varandra för att i slutänden få fram ett så realistiskt värde av företaget som möjligt. De olika modellerna fungerar då som en sorts kontroll mot varandra och om värderaren kommer fram till ungefär samma resultat med hjälp av olika modeller kan man anta att värderaren är på rätt spår.

Utifrån ovan information kan slutsatsen dras att en god värderingsmodell är en modell som grundas på andra faktorer än bara siffror. Det är viktigt att prata med företagsledningen och ta hänsyn till företagsanalyser samt göra justeringar utifrån dessa för att värderingen sedan ska baseras på korrekt information. Man kan även dra slutsatsen att det kanske inte finns en värderingsmodell som är den bästa utan att kombinationen av olika modeller leder till ett mer realistiskt värde och en mer korrekt värdering och att kombinera modeller leder till en god värderingsmodell.

6 Slutsatser & avslutande diskussion

I detta kapitel sammanställs våra slutsatser och en avslutande diskussion förs.

6.1 Slutsatser

Vi vill avslutnings hävda att den fundamentala analysens väsens finns med i hur praktiken är utformad. Alla värderare lägger fokus på att analysera samtliga element. Däremot används olika former av kritik under processen. Alla våra respondenter och deras företag var medvetna om att företag förvränger redovisning. I vissa fall var det pga. tveksam moralisk karaktär, som att köpa en tjänstebil till en ägares barn, medan det i vissa fall handlade om att lägga fokus på att höja värdet på vissa aspekter.

I det senare fallet är det kanske egentligen inte tal om ”förvränga”, men det illustrerar Nilsson, Isaksson och Martikainens (2002) ramverk runt redovisningsanalysen. Det märks tydligt att vad företag vill redovisa, och vad som egentligen bör redovisas inte alltid är samma sak. Vi kan tala om en god sed här, att försöka plocka fram en ärlig bild som är relevant för marknaden. Både den finansiella analysen och redovisningsanalysens idé om att enstaka transaktioner, exempelvis försäljning av utrustning, kan ge en felaktig indikation om förhöjd inkomst tas med i intervjuerna. Det märks tydligt att praktiken präglas av den pragmatism som går att skymta i teorin.

Vi märker att de delar av teorin som nämnt att värderingsmodeller bara är till för att etablera ett utgångsläge för förhandling ligger i linje med hur värderingsprocesserna appliceras i verkligheten. Oavsett om det är respondent 1 och 3:s subjektiva marknadsvärde eller om det är respondents 2:s kanske mer subjektiva, framtida intäkter, så verkar det som att värdena bara kan erbjuda ett utgångsläge för förhandlingen. Vad sedan budgivarna gör pga. vilket marknadsvärde eller framtida intäkt de ser, går inte att få fram genom en matematisk formell baserad på bokföringen.

Trots att åsikterna skiljer sig kan vi även dra slutsatsen att det kan finnas ett behov av att reglera företagsvärdering på något sätt. Kummerow (2006) framställer i sin artikel att genom att standardisera värdering skulle riktlinjer skapas och om dessa följdes skulle värderingar bli mer öppna och konsekventa. Respondenterna nämner alla IT-värderingar som ett relativt nytt fenomen där värderingarna ofta brister i att ta hänsyn till fler faktorer utanför balansräkningen som kan påverka värdet av företag. De nämner även IT-hybrisen under 90-talet då IT-företag värderades till otroliga värden vilket saknade substans. Dessa fenomen tyder på att det faktiskt finns ett behov av att reglera företagsvärdering. Men vi tror, som många kritiker sagt enligt Kummerow (2006), att detta skulle vara svårt att förverkliga i praktiken då företagsvärdering inte är en exakt vetenskap som respondent 1 tidigare nämnt.

Vi kan även dra slutsatsen att det inte finns någon uttalad god värderingsmodell. Men utifrån analysen ovan kan vi konstatera att olika faktorer tillsammans kan bli en god

värderingsmodell. Vi har märkt, både i den teoretiska referensramen samt från respondenterna, att det är viktigt att se företaget ur ett helhetsperspektiv där företagsanalyser har stor påverkan. Ett antal olika värderingsmodeller presenteras i litteraturen och används i praktiken, både respondenterna och litteraturen är överens om att för att få ett så verkligt värde som möjligt bör man använda modellerna i kombination med varandra. Därför kan vi konstatera att en god värderingsmodell innefattat mer än en modell samt tar hänsyn till företagets strategi, redovisning samt finansiering.

6.2 Avslutande diskussion

Det är intressant att teorin föll så väl överens med praktiken, och vi undrar om hur pass mycket den vetenskapliga litteraturen är genererad av branschfolk? Det är svårt för oss att avgöra då namn på värderare inte är väldigt kända på samma sätt som entreprenörer som Steve Jobs, Bill Gates, eller managers så som Richard Brandson, Percy Barnevik, etc. Det skulle kunna vara en intressant uppsats att fördjupa sig, men frågan är om inte den uppsatsen hamnar mer i ämnet epistemologi än en studie över företagsekonomi.

En annan infallsvinkel vi debatterat sinsemellan är hur pass mycket vår uppsats och dess ämne kan bearbetas Kvantitativt vs. Kvalitativt. Vore det intressant eller ens möjlighet att finna en generell formell, om inte allmänt men branschspecifikt, om hur pass stor del av ett transaktionspris är baserat på värderingsmodellernas resultat och förhandlingsprocessen. Om inte, vilket vi tror, det finns en universell princip eller äkta formel vore det ändå en intressant studie att undersöka hur det förhåller sig mellan olika kulturer i detta avseende. Har vissa kulturer mer respekt för framtidstron, exempelvis framtida intäkter, än andra? Har vissa kulturer mer intresse för korrekta värderingsmodeller som till exempelvis substansvärderingen?

Vi tycker ändå att detta är ett ämne för en kvalitativ undersökning då fenomenet och dess sammanhang enligt Olsson och Sörensen (2008) studeras. Det vore därför intressant med case studies av stora förhandlingsprocesser, inte för att finna den universella värde formeln utanför att tillföra mer dokumenterad data till den vetenskapliga världen. Desto mer av värderingens trender och uttryck dokumenteras, desto mer analyser och insikter tror vi att den professionella och akademiska sfären kommer att genomföra.

7 Källförteckning

Litteratur

Andersen, I. (1998) *Den underbara verkligheten: Val av samhällsvetenskaplig metod*. Lund: Studentlitteratur

Artsberg, K. (2005) *Redovisningsteori - policy och praxis*. Malmö, Liber Ekonom

Bhimani, A., Horngren, C.T., Datar, S.M., & Foster, G.(2008) *Management and Cost Accounting* (4e). Prentice Hall/Financial Times, Harlow.

Bryman, A. och Bell, E. (2011) *Business Research Methods*. Oxford University Press, New York.

Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Inc. New York.

Frykman, D. och Tolleryd, J. (2003) *Corporate Valuation an easy guide to measuring value*. Pearson Education Limited, Hampshire, Great Britain.

Gabehart, S. och Brinkley, R. (2002) *The Business Valuation Book – Proven strategies for Measuring a Company's Value*. Amacom, USA.

Gitman, L.J. (2009). *Principles of Managerial Finance* (5e). Pearson/Prentice Hall.

Grönmo, S. (2006). *Metoder i samhällsvetenskap*. Liber AB, Malmö.

Hult, M. (2003) *Värdering av företag*. Liber Ekonomi, Trelleborg, Sverige.

Jacobsen, D-I. (2002). *Vad, hur och varför? – Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur

Johannessen, A. och Tufte, P-A. (2003) *Introduktion till samhällsvetenskaplig metod*. Liber AB, Malmö.

Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R.(2009). *Fundamentals of Stratetgy*. Prentice Hall, Harlow.

Kroenke, D. (2010). *Using MIS*. Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J.

Lantz, A. (1993) *Intervjumetodik – den professionellt genomförda intervjun*. Studentlitteratur, Lund, Sverige

Lundén, B. och Ohlsson, G. (2007) *Värdering av företag – praktisk handbok*. Björn Lundén Information AB, Sverige.

Most, K. (1977) *Accounting Theory*. Grid, United States.

Nilsson, H., Isaksson, A. och Martikainen, T. (2002) *Företagsvärdering med fundamental analys*. Studentlitteratur, Lund.

Olsson, H. och Sörensen, S. (2008) *Forskningsprocessen – Kvalitativa och kvantitativa perspektiv*. Liber, Slovenien.

Tolleryd, J. och Frykman, D. (2000) *Värdering av tillväxtföretag – En handbok med modeller och metoder anpassade för tillväxtföretag*. Elanders Gotab, Stockholm, Sverige.

Trost, J. (2005) *Kvalitativa intervjuer*. Studentlitteratur, Lund, Sverige.

Vishwanath, S.R., och Krishnamurti, C. (2009). "Valuation using multiples" in Vishwanath, S.R., och Krishnamurti, C. *Investment Management: A Modern Guide to Security analysis and Stock Selection*. Springer-Verlag, Berlin, Heidelberg.

Wood, F., & Sangster, A.(2008). *Business Accounting* (11e). Financial Times Prentice Hall.

Yegge, W. (2002) *A basic guide for valuing a company*. 2:a upplagan, John Wiley & Sons, New York.

Öhlings PricewaterhouseCoopers (2007) *Företagsvärdering – översikt av området baserat på erfarenhet*. Studentlitteratur, Sverige.

Artiklar

Crain, M. (2006) "The Valuation Landscape" *Journal of accountancy*. Vol. 202, Nr. 3, s. 30-31.

Lee, C. (1999) "Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research" *American Accounting Association*. Vol. 13, Nr. 4, s. 413-425.

Grundy, Tony. (2006). Rethinking and reinventing Michael Porter's five forces model. *Strategic Change*, Vol 15, Nr 5, s. 213-229.

Kirrane, C. (2009) "Market Uncertainty Valuation Challenges" *Accountancy Ireland*. Vol. 41, Nr. 5, s. 31-32.

Kummerow, M. (2006) "Protocols for Valuations" *The Appraisal Journal*. Vol. 74, Nr. 4, s. 358-366.

Porter, M.E., (1979). "How competitive forces shape strategy" *Harvard Business Review*, Vol. 57, Nr. 2, s. 137-145.

Porter, M.E., (2008) "The Five competitive forces that shape strategy" *Harvard Business Review*, Vol. 86, Nr. 1, s.78-93.

Internet

Nationalencyklopedin 2012, Nationalencyklopedin, Malmö, Sverige, hämtad 12 april 2012

<<http://www.ne.se/induktion/211234>>

Nationalencyklopedin 2012, Nationalencyklopedin, Malmö, Sverige, hämtad 12 april 2012,

<<http://www.ne.se/kvalitativ-metod>>

Nationalencyklopedin 2012, Nationalencyklopedin, Malmö, Sverige, hämtad 12 april 2012,

<<http://www.ne.se/kvantitativ-metod>>

Oxford University Press 2007, PESTEL analysis of the macro-environment, hämtad 26 maj 2012,

<http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199296378/01student/additional/page_12.htm>

8 Bilaga - Intervjufrågor

1. Vilken tjänst har ni, och vilka arbetsuppgifter som är relaterade till företagsvärdering ingår i er tjänst?
2. Hur många års erfarenhet har du av företagsvärdering?
3. Hur förhåller du dig till begreppet ”Värde” som företagsvärderare, vad innebär detta?
4. Vilken typ av värderingsmodell använder ni er av?
5. Vad tycker ni är för- och nackdelarna med er valda modell?
6. Hur ser er värderingsprocess ut?
7. I er process hur pass mycket och hur förhåller ni er till analyser av företags strategi, redovisning och finans?
8. Hur påverkar immateriella tillgångar värdet av företaget och ser man någon skillnad på detta mellan olika branscher?
9. Skiljer sig företagsvärdering av publika företag från privata? Hur?
10. Har ni sett någon ny modell genom åren? Vad har det/det inte berott på?
11. Tycker du att alla företagsvärderingar bör utföras på ett och samma sätt eller är det att föredra att olika metoder och modeller tillämpas?
12. Finns det något som kan liknas med god värderingssed såsom det finns god revisionssed etc.?
13. Tycker du att det borde finnas en reglerad/standardiserad god värderingsmodell?

Högskolan i Borås är en modern högskola mitt i city. Vi bedriver utbildningar inom ekonomi och informatik, biblioteks- och informationsvetenskap, mode och textil, beteendevetenskap och lärarutbildning, teknik samt vårdvetenskap.

På **institutionen Handels- och IT-högskolan (HIT)** har vi tagit fasta på studenternas framtida behov. Därför har vi skapat utbildningar där anställningsbarhet är ett nyckelord. Ämnesintegration, helhet och sammanhang är andra viktiga begrepp. På institutionen råder en närhet, såväl mellan studenter och lärare som mellan företag och utbildning.

Våra **ekonomiutbildningar** ger studenterna möjlighet att lära sig mer om olika företag och förvaltningar och hur styrning och organisering av dessa verksamheter sker. De får även lära sig om samhällsutveckling och om organisationers anpassning till omvärlden. De får möjlighet att förbättra sin förmåga att analysera, utveckla och styra verksamheter, oavsett om de vill ägna sig åt revision, administration eller marknadsföring. Bland våra **IT-utbildningar** finns alltid något för dem som vill designa framtidens IT-baserade kommunikationslösningar, som vill analysera behov av och krav på organisationers information för att designa deras innehållsstrukturer, bedriva integrerad IT- och affärsutveckling, utveckla sin förmåga att analysera och designa verksamheter eller inrikta sig mot programmering och utveckling för god IT-användning i företag och organisationer.

Forskningsverksamheten vid institutionen är såväl professions- som design- och utvecklingsinriktad. Den övergripande forskningsprofilen för institutionen är handels- och tjänsteutveckling i vilken kunskaper och kompetenser inom såväl informatik som företagsekonomi utgör viktiga grundstenar. Forskningen är välrenommerad och fokuserar på inriktningarna affärsdesign och Co-design. Forskningen är också professionsorienterad, vilket bland annat tar sig uttryck i att forskningen i många fall bedrivs på aktionsforskningsbaserade grunder med företag och offentliga organisationer på lokal, nationell och internationell arena. Forskningens design och professionsinriktning manifesteras också i InnovationLab, som är institutionens och Högskolans enhet för forskningsstödande systemutveckling.



HÖGSKOLAN I BORÅS

VETENSKAP FÖR PROFESSION

BESÖKSADRESS: JÄRNVÄGSGATAN 5 · POSTADRESS: ALLÉGATAN 1, 501 90 BORÅS
TFN: 033-435 40 00 · E-POST: INST.HIT@HB.SE · WEBB: WWW.HB.SE/HIT