



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Hur påverkas företagsvärdet av en MBO?

En fallstudie av Fredrik Mogensen AB

Kandidatuppsats i Industriell och finansiell ekonomi
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
Vårterminen 2008
Handledare: Professor Ted Lindblom

Författare:	Personnummer:
Aron Modig	850613-
Fredrik Danielsson	850416-
Karl-Erik Dexner	870227-

Förord

Denna kandidatuppsats är skriven vid Företagsekonomiska institutionen, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet under våren 2008. Grundtanken med en kandidatuppsats är att författarna ska utveckla färdigheter tillämpbara i kommande yrkesverksamhet. Arbetet ska ge övning i att analysera, formulera och lösa ett komplext, praktiskt, problem.

Vår uppfattning är att vi lyckats uppnå detta av skolan formulerade syfte. Problemet är i allra högsta grad såväl praktiskt som komplext och illustrerar dessutom den praktiska problematiken i att applicera vetenskaplig teori på verkligheten. Detta har lämnat utrymme till kreativitet. Vi har sett arbetet som en stor, men utvecklande, utmaning och vi hoppas att studien ska inspirera fler studenter att våga ta sig an mer empiriska uppdrag.

Vi vill på denna plats också ta tillfället i akt att tacka Daniel Utbult vid Bure Equity samt Andreas Kihlblom och Mikael Gunnarsson vid Carnegie för deras stöd och hjälp. Likaså vill vi tacka Sonja Johansson samt den övriga personalen vid Fredrik Mogensen AB som genom sitt mycket hjälpsamma bemötande gjort denna uppsats möjlig att genomföra. Tack också till Josef Kuhlín, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

Slutligen vill vi även tacka vår handledare Professor Ted Lindblom, avdelningen för industriell och finansiell ekonomi, som bistått oss under arbetets gång.

Göteborg, 2008-06-19

Aron Modig

Fredrik Danielsson

Karl-Erik Dexner

Sammanfattning

Författare: Aron Modig, Fredrik Danielsson och Karl-Erik Dexner

Handledare: Professor Ted Lindblom, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

Titel: Hur påverkas företagsvärdet av en MBO? – En fallstudie av Fredrik Mogensen AB

Bakgrund och problem: Hjo-baserade familjeföretaget Fredrik Mogensen AB (FMAB) köptes år 1995 upp av tyska Allgaier Werke GmbH (AW), moderföretag i Allgaier Gruppe (AG). Då det hos FMAB:s ledning och personal föreligger missnöje med AW:s styrning av FMAB ämnar denna uppsats undersöka huruvida bolagets nuvarande ägarstruktur är optimal eller ej. För att utreda detta används FMAB:s företagsvärde som en måttstock. Beräkningar görs på såväl företagets nuvarande värde som dess prognostiserade värde efter en genomförd så kallad management buy out (MBO). En MBO eller ett företagsledaruppköp, som är den svenska termen på fenomenet, definieras som att ett företags operativa ledning köper det företag där de själva arbetar från dess befintliga ägare. Om FMAB:s värde *ökar* av en MBO är bolagets ägarstruktur inte att betrakta som optimal och ett utköp skulle således anses vara gynnsamt. I det fall FMAB:s värde istället *minskar* av en MBO går det dock inte att utesluta att den nuvarande ägarstrukturen är optimal, varför man då inte kan säga att ett utköp skulle vara gynnsamt.

Syfte: Det främsta syftet med denna uppsats är att jämföra FMAB:s nuvarande bolagsvärde med dess prognostiserade värde efter genomförd MBO. Ett vidare syfte är att illustrera hur en värdering av ett onoterat bolag kan gå till i praktiken.

Metod: Denna uppsats är att betrakta som en fallstudie av Fredrik Mogensen AB, byggd på både kvalitativ och kvantitativ metod. Primärdata har tagits in genom intervjuer med anställda på målföretaget samt professionella medarbetare inom näringslivet. Den sekundärdata som använts har hämtats från årsredovisningar samt akademisk litteratur och tidskriftsartiklar på området.

Resultat: FMAB:s nuvarande värde, baserat på att AW kvarstår som ägare, kallat scenario I, har beräknats till drygt 24,3 miljoner kronor. FMAB:s prognostiserade värde, baserat på att AW *inte* kvarstår som ägare, kallat scenario II, har beräknats till drygt 29,8 miljoner kronor. Om FMAB skulle få möjlighet att arbeta fritt och foga över sina egna resurser skulle företaget enligt denna studie vara kapabla att öka bolagsvärdet med drygt 5,6 miljoner kronor, en ökning med cirka 23 procent. Eftersom värdet förväntas öka efter en genomförd MBO kan FMAB:s nuvarande ägarstruktur inte anses vara optimal. Ett utköp får med andra ord anses vara gynnsamt.

Begreppslista

Aktievärde: Annat uttryck för FKFA, det vill säga det egna kapitalets uppskattade värde.

Betavärde: Ett statistiskt mått som anger ett värdepappers, till exempel en aktie, marknadsrisk.

Bolagsvärde/företagsvärde: Annat uttryck för FKFF, det vill säga företagets uppskattade värde, oaktat hur det är finansierat.

DCF: Förkortning för Discounted Cash Flow, det vill säga diskonterat kassaflöde. Syftar till vad nuvärdet är av framtida kassaflöden från företaget.

CAPM: Capital Asset Pricing Model, beskriver hur mycket avkastning investerarna/ägarna vill ha på investerat kapital.

Going concern: Syftar till ett företag som har resurser och kapacitet nog att fortleva för obestämd tid.

IGR: Internal Growth Rate, så mycket ett företag kan växa genom egen finansiering, utan externa lån.

Illikviditetsrabatt: Om aktien inte är föremål för en organiserad handel, vilket är fallet i många tillväxtföretag, medges emellertid en viss ”rabatt”, då aktien sannolikt inte med lätthet kan omsättas.

Kapitalstruktur: Hur ett företag är finansierat, andelen eget kapital i relation till andelen lån.

Kassaflöde: Syftar till in- och utbetalningar och därmed till reella flöden av pengar (kapital).

Leverage Buyout (LBO):Företaget köps ut från de nuvarande ägarna, ofta med stora lån.

Lägsta värdets princip (LVP): Lägsta värdets princip är en värderingsprincip som innebär att man i valet mellan två värden skall välja det lägsta, av försiktighetsskäl. (Edenhammar et al, 2005)

Management Buyout (MBO):Företagsledningen köper loss företaget från ägaren. Ofta tillsammans med en extern finansiär.

Mezzaninelån: En form av lån med högre risk, ofta på grund av låg säkerhet, med en högre ränta som följd.

Proformamodell: En prognos över ett företags resultat- och balansräkningar. Görs ofta för att jämföra olika typ av investeringsbeslut.

Siktning: Siktning är, enligt Nationalencyklopedin, en metod att separera material efter storlek genom att låta detta passera siktdukar med olika maskstorlek.

Skalfördelar: Stor tillverkning ger ökad effektivitet och de fasta kostnaderna kan fördelas på fler produkter.

Spillover-effekter: Vid sammanslagningar av företag kan företagen dra nytta av varandras kunskap, teknologi etcetera.

Sysselsatt kapital: Sysselsatt kapital definieras som eget kapital plus räntebärande skulder.

Volatilitet: Beskriver hur mycket priset på en finansiell tillgång, exempelvis aktier, svänger eller varierar.

Innehållsförteckning

Förord.....	ii
Sammanfattning	iv
Begreppslista.....	v
Figurförteckning	viii
Tabellförteckning.....	viii
1 Inledning	1
1.1 Fallföretaget – Fredrik Mogensen AB	1
1.1 Bakgrund till studien	Error! Bookmark not defined.
1.2 Problemdiskussion	2
1.4 Frågeställningar.....	3
1.5 Syfte	4
1.6 Avgränsningar.....	4
2 Metod	5
2.1 Metodansats.....	5
2.1.1 Typ av undersökning.....	5
2.1.2 Undersökningens typ av data	5
2.1.3 Angripande av problem.....	5
2.2 Datainsamling.....	7
2.2.1 Primärdata	7
2.2.2 Sekundärdata.....	8
2.3 Källkritik	8
2.3.1 Validitet.....	8
2.3.1 Reliabilitet.....	9
3 Bakgrund till jämförelsen	10
3.1 Genomförande av MBO.....	10
3.1 Att värdera.....	12
3.2 Värderingsmodeller	12
3.3 Modelljämförelse	14
3.4 Modelljämförelse och val av värderingsmodell	14
3.5 Proformamodell.....	17
3.6 Skattning av diskonteringsräntan	18
4 Fundamental analys av FMAB	22
4.1 Strategisk analys.....	22
4.1.1 Branschanalys	22
4.1.2 Konkurrensanalys	24
4.1.3 Företagets externa miljö - Makroanalys	25

4.1.4	SWOT-analys.....	26
4.2	Redovisningsanalys.....	28
4.3	Finansiell analys.....	28
5	Variabelskattning och värdering.....	31
5.1	Värdering.....	31
5.2	Scenario I: FMAB:s nuvarande bolagsvärde	31
5.2.3	Estimerat bolagsvärde.....	36
5.3	Scenario II: FMAB:s bolagsvärde efter genomförd MBO.....	36
5.3.1	Variabelskattning	36
5.3.2	Skattning av diskonteringsränta.....	37
5.3.3	Estimerat bolagsvärde.....	37
6	Resultat och analys	38
6.1	Studiens resultat	38
6.2	Analys: Jämförelse av scenario I och scenario II.....	38
6.3	Känslighetsanalys.....	40
7	Slutsats och förslag till fortsatta studier.....	43
7.1	Slutsats	43
7.2	Förslag till fortsatta studier	44
	Referenser	45
	Appendix I: Värderingsmodeller och variabelskattning.....	I
	Appendix II: FMAB:s 10 största kunder	III
	Appendix III: Nyckeltal	IV
	Appendix IV: Finansieringsexempel för MBO.....	IX
	Appendix V: Skattning av diskonteringsränta	XI
	Appendix VI: Proformamodell I (Värdering av FMAB utifrån AW:s perspektiv)	XIII
	Appendix VII: Proformamodell II (Scenario I)	XV
	Appendix VIII: Proformamodell III (Scenario II)	XVII
	Appendix IX: Känslighetsanalys	XIX
	Appendix X: Intervjuguide för administrationsmedarbetare	XXI
	Appendix XI: Intervjuguide för intervjuer med produktionsmedarbetare.....	XXIII

Figurförteckning

Figur 1.1 Antal genomförda MBO:s 1983-2007.....	1
Figur 2.1 Angreppssätt.....	6
Figur 3.1 Marknadspotential för tillgångar.....	15
Figur 3.2 Möjligheter att generera kassaflöde.....	15
Figur 3.3 Tillgångarnas egenkännighet.....	15
Figur 3.4 Tidshorisont för företaget.....	15
Figur 3.5 Värderingsskäl.....	16
Figur 3.6 Marknadstro.....	16
Figur 3.7 Trestegsmodell.....	21
Figur 3.8 Tvåstegsmodell.....	21
Figur 3.9 N-modell.....	21
Figur 4.1 FMAB:s omsättning 1991-2008.....	22
Figur 4.2 Konkurrensstrategi.....	24
Figur 4.3 Råvarupriser på metaller 2003-2008.....	25
Figur 4.4 SWOT-analys av FMAB.....	27
Figur 6.1 Nedbrytning av FMAB:s bolagsvärde.....	38
Figur 6.2 Bolagsvärde vid ändrat försäljningsscenario.....	40
Figur 6.3 Bolagsvärde vid ändrat kostnadsscenario.....	41
Figur 6.4 Bolagsvärde vid ändrad kapitalstruktur i holdingbolaget.....	41
Figur 6.5 Bolagsvärde vid permanent ändrad kapitalstruktur i holdingbolaget.....	42

Tabellförteckning

Tabell 3.1 Antaganden kring konstruktion av proformamodell.....	17
Tabell 3.2 Resultaträkning vid konstruktion av proformamodell.....	18
Tabell 5.1 Årlig försäljningstillväxt i scenario I.....	32
Tabell 5.2 Riskpremietillägg.....	34
Tabell 5.3 Årlig försäljningstillväxt i scenario II.....	36
Tabell 5.4 Diskonteringsränta i scenario II.....	37
Tabell 6.1 Jämförelse av försäljningstillväxt.....	39
Tabell 6.2 Jämförelse av externa kostnader.....	39
Tabell 6.3 Jämförelse av diskonteringsräntor.....	40

1 Inledning

1.1 Bakgrund

År 1947 byggde teknologie doktor Fredrik Mogensen en prototyp till en siktmaskin som kom att lägga grunden för företaget Fredrik Mogensen AB (FMAB). Vidareutvecklade versioner av denna siktmaskin, som bygger på principen att olika stora partiklar sorteras genom att passera siktdukar med olika stora maskhål, används i dag inom såväl stora som små företag. Användningsområdena sträcker sig från siktning (se begreppslista för förklaring av understrukna ord) av järnmalm, kalksten och lera till sortering av livsmedelsvaror såsom kaffe och socker samt mediciner.¹ Sedan 1960-talets början agerar FMAB på en global marknad. Man har idag en exportandel på 70 procent och representation i Europa, Asien och Nordamerika. I dagsläget har företaget 25 anställda och omsättningen uppgick år 2007 till 44 miljoner SEK.²

Då verksamheten startade var Ludvika centralort men år 1970 flyttades huvudkontoret till Hjo, mycket tack vare att Fredrik Mogensen gillade bygden samt att Hjo kommun efterfrågade verkstadsföretag av FMAB:s typ. Också slutmonteringen av maskinerna förlades till Hjo. Företaget växte stadigt under både 1970- och 1980-talet, men år 1995 valde den dåvarande ägaren, tillika grundaren, att sälja bolaget. Tyska Allgaier Werke GmbH (AW), moderbolag i Allgaier Gruppe (AG), gick in som ny ägare och koncernen har haft ett 100-procentigt ägande i FMAB sedan dess.

AG har 1725 anställda och en omsättning på 242,2 miljoner euro, med bas i tyska Ugingen. Koncernen har två huvudsakliga verksamhetsområden, processteknologi, till vilken FMAB:s verksamhet hör, samt produktion av delar till bilindustrin. Den senare av dessa står för en övertygande majoritet av omsättningen. FMAB utgör idag 2 procent av den tyska storkoncernen.

Sedan FMAB år 1995 köptes upp av den tyska koncernen har förhållandet parterna emellan förändrats. Från att inledningsvis ha varit väldigt god har den mellanliggande relationen ändrats till det sämre, inte minst sedan AW för något år sedan tillsatte en ny ledningsgrupp. FMAB:s ledning anser inte att företaget idag styrs på bästa sätt och har funderingar kring huruvida den nuvarande ägarstrukturen är optimal eller ej. Ett alternativ till de befintliga ägarförhållandena vore att FMAB:s ledning genomförde en så kallad MBO.

En management buyout (MBO) eller ett företagsledaruppköp, som är den svenska termen på fenomenet, definieras som att ett företags operativa ledning köper det företag där de själva arbetar från dess befintliga ägare. I och med detta går företagsledningen från att vara agent i företaget till att bli dess ägare, eller åtminstone ägare av en majoritet av det totala aktiekapitalet.

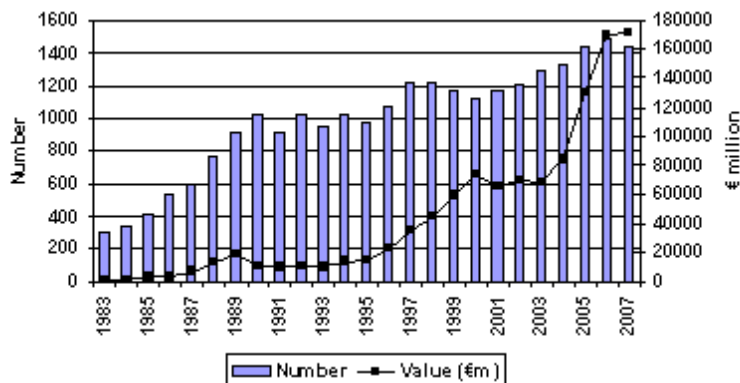
Enligt Gabrielsson & Lorentsson (2004) uppkom MBO-begreppet i det sena 1970-talets USA. Sedan dess har antalet genomförda MBO:s stigit i en stadig takt. Utvecklingen har historiskt letts av USA och Storbritannien även om både Asien och det kontinentala Europa nu närmar sig dessa. I Sverige har antalet genomförda MBO:s varierat kraftigt från år till år. I början av 1990-

¹ Internetkälla: AllgaierWerke GmbH (2008).

² Internetkälla: Fredrik Mogensen AB (2008).

talet genomfördes ett stort antal MBO:s i landet. I mitten av samma årtionde vände utvecklingen nedåt, men man ser nu återigen en uppåtgående trend (se figur 1.1).

Skälen till att MBO:s genomförs är flera. En vanlig anledning är att delar av företag, vilka inte längre betraktas som kärnverksamhet av dess moderbolag, bryter sig loss från den övriga verksamheten. En annan anledning är att företag som är finansiellt pressade försöker komma åt nytt kapital genom ett ägarbyte. Genomförandet av MBO:s är också relativt vanligt förekommande i familjeföretag. Då huvudägaren avgår är företagsledningen ett fullgott alternativ till externa företag då det handlar om vem som ska ta över ansvaret för företaget.



Figur 1.1 - Visar antalet MBO:s från 1983-2007 (Källa: Centre for European Buyout Research, 2007)

Att företagsledningar är intresserade av utköp kan också bero på starka egenintressen. Exempelvis kan ett företags ledning vara intresserad av att rädda sina egna jobb. Antingen till följd av att företaget riskerar att läggas ner eller till följd av att företaget förväntas köpas upp av en extern aktör som tros vilja tillsätta en ny ledningsgrupp. Det kan också vara så att företagsledningen inte är nöjda med den ersättning de får för sitt arbete. Om de själva äger företaget är det också de som bestämmer hur stor del av vinsten som ska ges till ledningen.

Den kanske främsta anledningen till att MBO:s genomförs är dock att företags ledningsgrupper tycker sig se möjligheter, eller har idéer, som inte kan realiseras med den befintliga ägarstrukturen. Till exempel kan ledningen ha en tro på att företaget har möjligheten att vara mer lönsamt än vad det för tillfället är om det sköttes på ett annat sätt. Det kan också vara så att ledningsteamet önskar mer självständighet och självstyre samt en möjlighet att i större utsträckning påverka strategin och den framtida inriktningen på företagets verksamhet.

1.2 Problemdiskussion

Denna uppsats ämnar undersöka huruvida FMAB:s bolagsvärde skulle påverkas av en genomförd MBO. Men varför skulle då företagets värde påverkas av ett utköp? Ross et al (2006) påpekar att då ett företag växlar ägande genom en MBO går dess ledning från att vara agenter i företaget till att bli dess ägare. Det kan finnas en poäng med detta. Redan Adam Smith påtalade i sin *The Wealth of Nations*, som utkom år 1776, att folk som vakar över andras pengar inte kan förväntas göra detta med samma engagemang som de som vakar över sina egna. Den mer moderna agentteorin bygger vidare på samma tema. Denna menar att det finns klara fördelar med att koncentrera ett bolags ägande till dess ledning. Detta beror på att företagsledningen då har större incitament att skapa värde och därför tenderar att handskas mera varsamt med bolagets resurser. Detta leder i sin tur, menar Berk och DeMarzo (2007), till att de så kallade

agentkostnaderna försvinner och att företagsvärdet ökar. Det kan alltså finnas en del att vinna, rent ekonomiskt, på att genomföra en MBO.

Naturligtvis kan det även finnas andra faktorer, förknippade med MBO:s, som istället tenderar att leda till minskade bolagsvärden. Hur betydande dessa faktorer är varierar från företag till företag. Huruvida ett bolags värde påverkas positivt eller negativt av en MBO beror på vilken grupp av faktorer som är starkast.

Också vad gäller fallföretaget FMAB finns det skäl att tro att en MBO skulle medföra både positiva och negativa effekter på bolagsvärdet. FMAB:s företagsledning känner sig till viss del begränsade av de tyska ägarnas styrning. AW är enligt FMAB:s VD och ekonomichef, Sonja Johansson, bra på att ställa krav. Detta gör det tyska holdingbolaget dock utan att ge FMAB:s ledning någon större frihet över investeringar och strategiska beslut. Med hjälp av en genomförd MBO skulle FMAB:s ledning få friare tyglar och större möjligheter att driva företaget på det sätt de tror på. Å andra sidan ser Sonja Johansson vissa risker att vid en MBO förlora de fördelar som AW:s internationella kontaktnät kan ge vid exempelvis en internationell expansion. Utöver detta riskerar FMAB att förlora möjligheter till skalfördelar och hjälp till att hitta inköpskanaler. Kanske är det också så att AW:s närvaro hjälper till att stärka FMAB:s varumärke. Av detta kan nedanstående problem utläsas.

Det finns faktorer som tyder på att de finns en inneboende potential i företaget FMAB som skulle kunna blomma ut om styrningen av bolaget förändrades. Genom att undersöka om FMAB:s värde skulle öka eller minska av en genomförd MBO önskar författarna utreda huruvida företagets nuvarande ägarstruktur är optimal, samt om ett utköp skulle vara gynnsamt eller ej, sett ur företaget FMAB:s lednings och personals perspektiv. Bolagets värde kommer därför att utgöra en måttstock på detta. Om FMAB:s värde ökar av en MBO är bolagets ägarstruktur inte att betrakta som optimal och ett utköp skulle således anses vara gynnsamt. I det fall FMAB:s värde istället minskar av en MBO går det dock inte att utesluta att den nuvarande ägarstrukturen är optimal, varför man då inte kan säga att ett utköp skulle vara gynnsamt.

1.3 Frågeställningar

Studiens huvudfrågeställning formuleras:

Hur påverkas FMAB:s företagsvärde av en MBO?

För att besvara ovanstående huvudfrågeställning behöver två delfrågeställningar besvaras och klargöras. För det första:

Vad är värdet av FMAB idag?

Eftersom det är en jämförelse av samma objekt men i två olika situationer krävs att ett bolagsvärde för vardera situationen beräknas. Den andra delfrågeställningen att besvara blir därmed:

Vad skulle värdet av FMAB vara efter en MBO?

1.4 Syfte

Det främsta syftet med denna uppsats är att jämföra FMAB:s nuvarande bolagsvärde med dess prognostiserade värde efter genomförd MBO. Ett vidare syfte är att illustrera hur en värdering av ett onoterat bolag kan gå till i praktiken.

1.5 Avgränsningar

Detta är en fallstudie, varför uppsatsen är avgränsad till ett bolag, FMAB. Studien begränsas till att i första hand undersöka vilken effekt företagets operativa verksamhet har på bolagsvärdet och hur denna påverkas av förändrade ägarförhållanden. Den transaktion som följer av utköpet är att betrakta som ett led i problemlösningen och utgör *inte* studiens huvudsakliga fokus.

2 Metod

2.2 Metodansats

2.2.1 Typ av undersökning

Metoden för att angripa problemet kommer att göras med en utvärderande undersökning, vilken ofta syftar till att mäta effekterna av, det vill säga utvärdera, en viss åtgärd. Utvärderingar kan, enligt Lundahl och Skärvad (1999), vara upplagda med utgångspunkt från såväl kvantitativ metodteori som kvalitativ metodteori.

Den utvärderande undersökningen genomförs endast för målföretaget FMAB, varför studien i den meningen kan klassificeras som en fallstudie. Enligt Eriksson och Wiedersheim-Paul (2006) används fallstudier bland annat som metod vid förändringsarbete, där författarna måste skapa en djupare förståelse kring hur fallföretaget utvecklats över tiden för att kunna göra uttalanden om framtiden. Det skulle således vara omöjligt att göra en fullständig värdering genom att bara se till kvantitativa data.

2.2.2 Undersökningens typ av data

Enligt Holme och Solvang (1997) finns det ingen grund för att lyfta fram ett visst angreppssätt som det enda rätta. Istället är det ofta fördelaktigt att kombinera olika metoder. Grønmo (1982) nämner en strategi som kombinerar kvalitativa och kvantitativa metoder. Denna strategi överensstämmer bäst med det ramverk som används i uppsatsen. I den fundamentala analysen, som utförs i syfte att till värderingen erhålla så korrekta kassaflöden som möjligt, används såväl kvalitativa som kvantitativa metoder under både insamling och analys. Den strategiska analysen som också är grunden i den fundamentala, är av kvalitativ art och en förståelsefas. Grønmo (1982) menar vidare att författaren på så sätt försäkras om en empirisk grund utifrån vilken det är möjligt att konstruera ett bra redskap för den huvudsakliga uppgiften, värderingen. Författarna till denna uppsats kommer därför använda både kvalitativa och kvantitativa metoder då båda slagen av information, enligt Grønmo (1982), ömsesidigt stärker varandra.

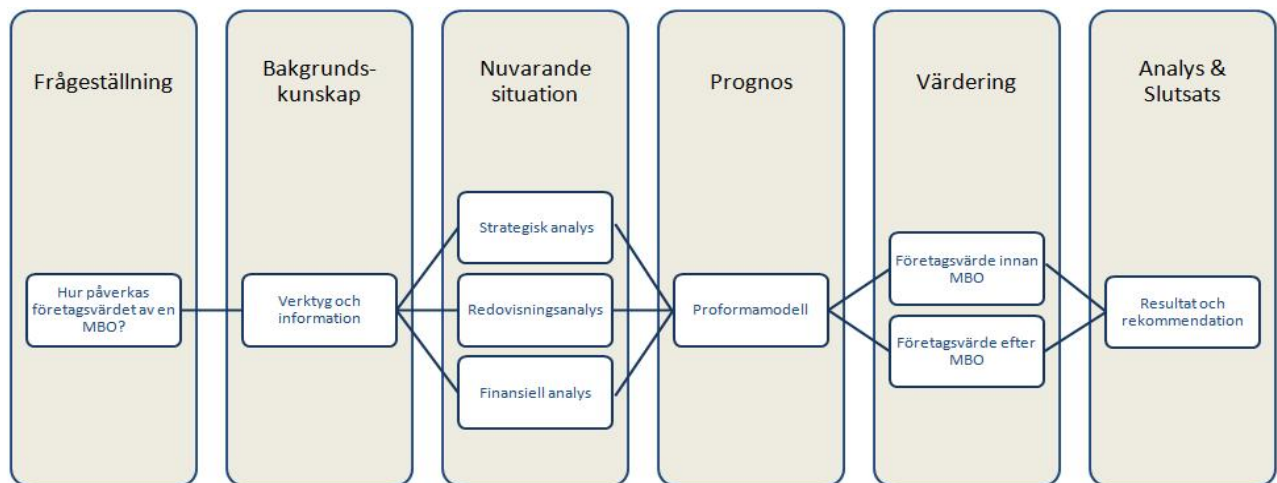
2.2.3 Angripande av problem

Figur 2.1 syftar till att illustrera hur författarna till denna uppsats angriper det aktuella problemet. Lösningen på huvudfrågeställningen inleds med en redogörelse för de verktyg som står författarna till hands och vilka för- och nackdelar med respektive metod som bör beaktas vid användandet av dem. Denna framställning återfinns i kapitel 3 *Bakgrund till jämförelsen*. Det handlar om beskrivningar av olika värderingsmodeller samt en analys av vilken värderingsmodell som är att betrakta som mest fördelaktig att använda, med hänsyn taget till FMAB som målföretag. Det handlar också om en redogörelse för hur en så kallad proformamodell byggs upp och används, samt för hur en MBO genomförs i praktiken. Det aktuella kapitlet avslutas med en teoretisk diskussion kring hur beräkningarna av den diskonteringsränta, som används vid värderingarna, går till och illustrerar samtidigt svårigheterna i att skatta denna för ett onoterat bolag. Detta andra block syftar med andra ord till att lägga en bra grund och öka förståelsen för studiens kommande moment.

För att besvara studiens huvudfrågeställning måste två olika värderingar göras. Dessa beräkningar av FMAB:s värde görs genom att nuvärdet av FMAB:s framtida kassaflöden beräknas. För att skattningen av dessa kassaflöden ska bli så korrekt som möjligt är det nödvändigt att på ett grundligt sätt utreda hur FMAB:s nuvarande situation ser ut. Detta görs dels genom en strategisk analys, innehållande bransch-, konkurrens- och omvärldsanalys. För att kontrollera de undersökningar som genomförts görs också en analys av företagets redovisningsprinciper, främst för att utröna tillförlitligheten av informationen. Därtill följer en finansiell analys, där nyckeltal från företagets verksamhet sammanställs och diskuteras. Dessa tre analyser utgör tillsammans blocket nuvarande analys, vilket är det andra steget i problemlösningsfiguren. Detta block återfinns i kapitel 4 *Fundamental analys av FMAB*.

Alla dessa analyser förs samman och utgör således grunden till problemlösningens tredje steg - prognosen. Den fundamentala analysen utgör sedan underlaget för variabelskattningarna som utgör input i den proformamodell som används för att beräkna FMAB:s kassaflöden. Det är i detta steg studien skiljer sig åt utifrån de scenarier i vilka de två olika bolagsvärdena ska beräknas. De aktuella variablerna kommer att skattas på olika sätt i de båda scenarierna utifrån de olika förutsättningar som förväntas råda beroende på vem som äger företaget FMAB. Utifrån de skattade variablerna beräknas sedan de två bolagsvärdena. Både det fjärde och det femte blocket i figur 2.1 återfinns i kapitel 5 *Variabelskattning och värdering*.

Utifrån de beräknade bolagsvärdena fås ett resultat som diskuteras och analyseras med utgångspunkt i vad som, utifrån FMAB:s perspektiv, kan betraktas vara det bästa scenariot. Genom detta binds studien ihop till en slutsats. Detta görs i kapitel 6 *Resultat och analys* samt kapitel 7 *Slutsats och förslag till vidare studier*.



Figur 2.1: Angreppssätt

2.3 Datainsamling

2.3.1 Primärdata

Enligt Halvorsen (1992) är primärdata är information som av författarna samlats in för det specifika ändamålet. Insamlingen av primärdata, vilken är främst kvalitativ till sin natur, har haft en viktig roll i genomförandet av uppsatsen och har gjorts vid återkommande intervjuutliffällen på plats hos uppdragsgivaren i Hjo. Ämnet kan av de anställda uppfattas som känsligt varför två åtgärder vidtagits. Intervjupersonerna har hållits helt anonyma vid publiceringen av svaren. Vidare har frågornas karaktär utformats till att vara både objektiva och icke-ledande. Författarna har, vid behov, kontaktat företag och individer, aktiva inom bolagsvärdering och utköp, för att rådgöra främst kring det praktiska utformandet och upplägget av värderingen. Detta inkluderar investmentbolag, investmentbanker samt författare av referenslitteratur inom området. Då FMAB inte är noterat bolag på någon aktiebörs, blir en värdering försvårad på grund av otillgängligheten av marknadsmässigt jämförbara värderingar och variabler. Kontakten med yrkesverksamma individer inom ämnet säkerställer att värderingen och skattningarnas reliabilitet vidhålls. Till viss del samlades även primärdata, i form av tidigare försäljningsstatistik, in genom diskussion och samtal med FMAB. Exempelvis fanns inte årsredovisningar tillgängliga via offentliga arkiv längre bak i tiden än till 1998. FMAB kunde tillhandahålla siffror för 1993 och framåt, vilket ökade analysmöjligheterna i studien. På detta sätt gavs även tillgång till interna års- och kvartalsbudgetar, vilket inte är offentlig information.

Den strategiska analysen kommer till stor del byggas på de intervjuer som görs hos FMAB, vilket medför att insamlingen av primärdata är mycket viktigt. Data från FMAB har främst insamlats genom (semistandardiserade) besöksintervjuer. Med detta menas att de bygger på en lista med färdigformulerade frågor, men utan fasta svarsalternativ (Halvorsen, 1992). Fördelen med detta är, enligt Eriksson och Wiedersheim-Paul (2006), att intervjuaren kan följa upp frågor av intresse samt att både intervjuaren och respondenten kan utnyttja kroppsspråket för att nyansera frågorna och svaren. En styrka i att hålla intervjuer, jämfört mot exempelvis enkätinsamling, är således att respondenten inte tvingas tänka i förutbestämda banor utan kan uttrycka och fördjupa sina svar betydligt bättre. En nackdel med personliga intervjuer kan ibland vara att en intervjuareffekt kan uppstå. Med detta menas att intervjuarens personlighet och arbetssätt påverkar intervjuresultatet (Halvorsen, 1992). För att undvika detta deltog alla tre författare av denna studie vid samtliga intervjuer, vilket neutraliserade situationen. Intervjuerna kännetecknades också som fria intervjuer. Med detta menas att svarsalternativen är helt ostrukturerade. Till detta hör också att dialogutvecklande frågor ibland ställs för att stimulera respondenten till att utveckla sina egna frågor och tankar (Lundahl och Skärvad, 1999).

Intervjupersonerna valdes ut av VD:n för FMAB utifrån på förhand kommunicerade önskemål från författarnas sida. För att få en god representation av företaget, i relation till den tid författarna hade till sitt förfogande, intervjuades en tredjedel av FMAB:s anställda. Intervjuobjekten var jämnt fördelade mellan produktions- och administrationsmedarbetare. Vidare önskades träffa personer som arbetat på företaget olika lång tid. På så sätt försökte författarna fånga upp eventuella skillnader i åsikter upp mellan produktions- och administrationsmedarbetare såväl som mellan nyligen anställda och personer i mer seniora

positioner. Varje respondent tillfrågades också om intervjun kunde spelas in på band, för att underlätta efterarbetet. Författarna utlovade respondenterna anonymitet för att ärligare svar.

2.3.2 Sekundärdata

Information som alla har tillgång till och som dessutom är sökbar kallas sekundärdata och kan kategoriseras i olika typer. *Processdata* inkluderar exempelvis tidningsartiklar, riksdagsdebatter och privata brev. Enligt Halvorsen (1992) inkluderar *bokföringsdata* exempelvis företagsredovisningar och offentliga register. *Forskningsdata* inkluderar data som insamlats av andra forskare. Vad gäller bokföringsmässig sekundärdata åsyftas i första hand de företagsinterna dokument i form av årsredovisningar, tillgängliga via offentliga arkiv, som granskats. Forsknings- och litteraturbaserad sekundärdata utgör den andra delen och består av den information som legat till grund för den teoretiska referensramen i uppsatsen. Dessa data inkluderar material i form av ämneslitteratur, vetenskapliga artiklar samt internetkällor. Den ämneslitteratur som använts har valts på basis av bland annat rekommendationer från handledare och yrkesverksamma individer på området, såväl som genom litteratursökningar genomförda av författarna själva. Berörd part hänvisas lämpligen till referensförteckningen längst bak för en fullständig redogörelse. Litteraturen har i hög grad också vägts mot, och kompletterats med, studier och vetenskapliga artiklar från framstående universitet och institutioner. Detta görs för att ge en nyanserad och objektiv bild av både erkända teorier och situationen i sin helhet. Vetenskapliga artiklar har en tendens att vara mer granskande än annan litteratur, vilket borgar för att ett aktuellt synsätt på värderingsmodeller och metoder inkluderas i denna studie.

2.4 Källkritik

2.3.1 Validitet

Eriksson och Wiedersheim-Paul (2006) definierar validitet som ett mätinstruments förmåga att mäta det som avses att mäta. Ett annat sätt att beskriva begreppet är som frånvaron av systematiska mätfel i en mätning (Lundahl och Skärvad, 1999). Inom ramen för detta begrepp särskiljs ofta inre och yttre validitet. Eriksson och Wiedersheim-Paul (2006) beskriver inre validitet som när mätinstrumentet, såsom ett frågeformulär, mäter det undersökaren avsett från början. Begreppet avser således överensstämmelsen mellan begrepp och den operationellt mätbara definitionen. Med yttre validitet syftar man istället på överensstämmelsen mellan det faktiska mätvärdet och den operationella definitionen (definitions-mässig validitet).

Halvorsen (1992) menar att den definitions-mässiga validiteten kan vara dålig om den operationella definitionen leder till att mätområdet blir mindre än man avsett. Med anledning av detta har intervjuförfarandet och intervjumallarna utformats på ett sådant sätt att frågorna på intet sätt skall uppfattas som ledande och/eller koncentrerade kring ett område. Omvänt gäller också att frågorna inte tillåts vara för breda i sin omfattning. Något som kan komma att ifrågasätta den yttre validiteten var det faktum att de personer som intervjuades samtliga valdes ut av FMAB:s VD. Detta medför en risk att den bild som författarna redovisar inte är rättvisande.

2.4.1 Reliabilitet

Begreppet definieras av Halvorsen (1992) som hur pålitliga mätningarna är. Mer exakt avses frånvaron av slumpmässiga fel (Lundahl och Skärvad 1999). Enligt Eriksson och Wiedersheim-Paul (2006) innebär detta rent konkret att ett mätinstrument skall ge tillförlitliga och stabila utslag. Lundahl och Skärvad (1999) menar att en undersökning med god reliabilitet kännetecknas av att mätningen i sig självt inte påverkas av omständigheterna kring mätningen eller vem som utför den - det vill säga att det finns få slumpmässiga fel. För att data ska få hög validitet måste således både reliabiliteten och den definitionsmässiga validiteten vara hög (Halvorsen, 1992). För att säkerställa mätinstrumentets reliabilitet tillämpas ofta olika standardiseringsförfaranden. Eriksson och Wiedersheim-Paul (2006) menar att reliabiliteten i tolkande utredningar är ett uppenbart problem. De påpekar, däremot, att siffror ibland kan ge ett starkare intryck av precision än verkligheten.

Författarna har insett att ett arbete baserat på kvalitativt insamlad data också blir föremål för subjektiva tolkningar. Den kvantitativa studien är också viktigt ur ett annat hänseende. Vid en fallstudie som denna betonas ofta närheten mellan undersökaren och objektet (Holme och Solvang, 1997). Denna relation kan i vissa fall komma att ifrågasätta den kvalitativa studiens validitet då författarna förlitar sig till den information som förmedlas av de anställda. Med anledning av detta har studien kompletterats med en kvantitativ studie baserad på historiska och prognostiserade marknadsmässiga data. Vidare har samtliga intervjuer spelats in för att inte författarna skall behöva tolka materialet i efterhand. Dessa tolkningar skulle annars kunna avvika från vad intervjupersonen ämnade förmedla vid tillfället. Förhoppningen är slutligen att förmedla ett objektivt och nyanserat synsätt på företaget, FMAB.

3 Bakgrund till jämförelsen

Det främsta syftet med denna uppsats är att jämföra FMAB:s nuvarande bolagsvärde med dess prognostiserade värde efter genomförd MBO. Det är med andra ord två olika scenarier som ska jämföras, där *scenario I* representerar bolagets värde utifrån nuvarande situation och där *scenario II* representerar bolagets prognostiserade värde efter genomförd MBO. För att författarna ska komma fram till så bra svar som möjligt på de uppsatta frågeställningarna bör studien, enligt vad som klargörs av figur 2.1, inledas med en redogörelse för den bakgrundskunskap som behövs samt för de verktyg som finns till hands. Detta kapitel ämnar redogöra för just detta.

3.1 Genomförande av MBO

Även om denna studie i första hand ämnar undersöka hur FMAB:s kassaflöden påverkas av ett förändrat ägandeförhållande, och inte hur själva MBO:n i sig går till, har författarna varit måna om att utforma utköpet på ett så realistiskt sätt som möjligt. Det främsta syftet med detta har varit att i största möjliga mån underbygga jämförelsen av bolagsvärdena i de båda scenarierna. Eftersom den akademiska litteratur som finns på ämnet framförallt kretsar kring *vad* en MBO är för något, samt *varför* den genomförs, och inte *hur* själva utköpet sker i praktiken, bygger detta avsnitt i första hand på intervjuer med tre oberoende analytiker arbetande på investmentbolag.

Att genomföra en MBO är en mycket komplex process som kan utföras på flera olika sätt. Enligt Olsen (2003) är varje utköp unikt så vilken metod som är mest lämplig att använda varierar från fall till fall. Det exempel och de kalkyler som presenteras här baseras på ett tidigare projekt som Daniel Utbult, analytiker vid Bure Equity, arbetat med. Detta projekt innehöll ett utköp av ett bolag som var jämförbart med FMAB.

Det smidigaste sättet att lägga upp utköpet av FMAB är att sätta upp ett så kallat holdingbolag som tar över ägarskapet av företaget. Detta holdingbolag ska sedan i sin tur ägas gemensamt av FMAB:s ledning och ytterligare någon ägare, exempelvis ett så kallat investmentbolag. Då holdingbolaget är bildat behöver köparen och säljaren komma överens om en köpeskilling, vilken sedan ligger till grund för valet av finansieringsform för utköpet. Hur denna finansiering ser ut, samt vilka ägarna av holdingbolaget blir, är avgörande för storleken på de avkastningskrav som kommer ställas på FMAB:s verksamhet. Dessa delar av processen presenteras mer ingående nedan.

Vilken köpesumma som skall gälla vid handel med företag är till mycket stor del upp till förhandling mellan de inblandade parterna. Vid inledande förhandlingar mellan FMAB:s ledning och AW kommer AW med största sannolikhet att kräva en köpeskilling som motsvarar vad de själva uppskattar FMAB:s värde till. Eftersom FMAB:s ledning inte förväntas vara villiga att betala detta belopp antas därför en oberoende analytiker tas in i syfte att genomföra en neutral värdering. Till dennes framräknade värde läggs det belopp som finns i FMAB:s kassa per den 31 december 2007. Att kassan adderas till det DCF-beräknade värdet beror på att säljaren, AW, annars skulle ha tömt kassan strax innan köpet och att den nye ägaren då ändå skulle få skjuta till kapital till en ny kassa. En förutsättning för att detta ska gälla är förstas att rörelsekapitalnivån i

bolaget är normaliserad, det vill säga att säljaren inte på konstgjord väg tillfälligt maximerat kassan genom att kräva in kortfristiga fordringar från sina kunder. Kassan antas i detta fall vara normaliserad.

Enligt Daniel Utbult, analytiker vid Bure Equity, skulle ett utköp av FMAB i stort kunna finansieras på tre olika sätt. (1) För det första skulle FMAB:s ledningsgrupp ensamt kunna mobilisera det kapital som behövs för att finansiera utköpet av bolagets aktiekapital. (2) För det andra skulle det kunna vara så att FMAB:s ledningsgrupp klarar av att ensamt finansiera mer än hälften, men inte hela, bolagets aktiekapital. (3) Ett tredje alternativ vore att FMAB:s ledning endast klarar av att finansiera en minoritet av aktiekapitalet. I detta sista fall får FMAB:s ledning inte automatiskt full kontroll över det utköpta bolaget, men kan då istället sluta avtal med de övriga ägarna om att ändå få tillsätta minst hälften av styrelseposterna i bolaget. I detta tredje scenario finns också möjligheten att FMAB:s ledning, trots att de inte erhåller en majoritet av styrelseposterna, kan få tillåtelse att driva bolaget, samt fatta alla beslut, på egen hand. Detta är aktuellt om majoritetsägaren är en så kallad "passiv ägare".

Författarna gör antagandet att en MBO i sin enklaste, och mest sannolika, form genomförs i FMAB:s fall. I praktiken skulle detta innebära följande. FMAB:s ledning bildar tillsammans med ett utomstående investmentbolag ett holdingbolag i syfte att gå in som ägare av FMAB. Detta holdingbolag sätter FMAB som säkerhet för ett banklån på 60 procent av den köpeskillning som krävs för att köpa loss FMAB från AW. Av dessa 60 procent utgör fem sjättedelar så kallad "senior debt" vars kapitalkostnad antas vara 7,468 procent (STIBOR + 2,25 procent). En sjättedel antas utgöra så kallat mezzaninlån vars kapitalkostnad är 8,718 procent (STIBOR + 3,5 procent). Resterande 40 procent av köpeskillningen antar författarna täcks genom eget kapital (i utgångsläget aktiekapital). Av dessa 40 procent går FMAB:s ledning in med drygt hälften medan det utomstående investmentbolaget går in med knappt hälften. I och med detta får FMAB:s ledning ensam kontroll över bolaget trots att man själva endast behövt gå in med en mindre del av köpeskillningen. Hur holdingbolagets balansräkning, i förenklad form, ser ut efter att köpet genomförts presenteras i Appendix IV: *Finansieringsexempel för MBO*. Lånet antas, även detta något godtyckligt, amorteras ned över en femårsperiod.

FMAB:s ledning antas inte i detta fall kunna finansiera hela utköpet på egen hand. Därför behövs en extern part som kan tillskjuta kapital. En sådan extern part kan vara av olika slag; en förmögen privatperson, en annan stor koncern, ett riskkapitalbolag eller ett investmentbolag. För denna studie har författarna gjort antagandet att ett investmentbolag assisterar ledningen med utköpet. Oavsett hur förhållandet till denna andra ägare ser ut kommer det att ställa vissa krav på driften av FMAB. Kanske genom att regelbundna månadsrapporter begärs och kanske genom, kanske genom att verksamheten och affärsplanen ses över genom en så kallad "due diligence"-process. Att FMAB:s ledning hittar ett investmentbolag vars målsättning stämmer väl överens med ledningens egna dito är en förutsättning för att gott partnerskap tillika ett antagande som författarna måste göra. För att således genomföra en MBO krävs att en köpeskillning fastställs och en värdering av målföretaget blir därför nästkommande steg.

3.2 Att värdera

Den största delen av litteraturen inom värdering lägger sitt fokus på att värdera noterade bolag. Med noterade bolag menas, enligt Damodaran (2002) företag som handlas på börsen och som därför kan gå till marknaden för att anskaffa kapital. Större delen av Sveriges företag utgörs dock av små och medelstora företag, ofta onoterade,³ alltså sådana som *inte* kan gå till kapitalmarknaden för att anskaffa kapital och som inte handlas på börsen. Damodaran (2002) beskriver principerna för att värdera onoterade bolag som detsamma som för noterade sådana, även om tidvis brist på information gör skattningarna något mer besvärliga att göra. Edenhammar et al (2005) diskuterar det faktum att tillgängligheten på information för onoterade bolag är mer begränsad vad gäller dess historik eftersom dessa företag inte agerar under samma strikta form- och informationskrav som noterade aktiebolag.

Damodaran (2002) framställer den centrala ansatsen i det fundamentala synsättet vid att ett bolags riktiga värde kan relateras till dess finansiella karakteristika, tillväxtmöjligheter, riskprofil och i slutändan - framtida kassaflöden. Den fundamentala analysen innefattar analyser av ett företags redovisningsmetoder såväl som dess finansiella nyckeltal och en strategisk analys. Den sistnämnda utgör, enligt Tomas Johansson (2008), partner på Procuritas, själva fundamentet för de skattningar kring framtida tillväxt och utveckling som ligger till grund för proformamodellen och slutligen själva värderingen. Nilsson et al (2002) menar därför att den strategiska analysen säkerställer att den resulterande värderingen är baserad på antaganden förankrade i verkligheten, det vill säga att den säkerställer att de beräknade kassaflödena blir så korrekta som möjligt. Tomas Johansson anser vidare att antaganden om exempelvis tillväxttakt är centrala och att prognosens kvalitet är helt avgörande för analysen. Konceptet bakom fundamental analys avslöjas således av dess namn - fundamental. Trots detta kan det inte nog poängteras att värdering ändå är att betrakta som ett subjektivt ämne som man kanske gör bäst i att betraktas som en konststart snarare än som en vetenskapligt exakt metod menar McMahon (2002).

3.3 Värderingsmodeller

Enligt Damodaran (2002) finns fem generella värderingsmodeller; substansvärdering, vilken definierar bolagsvärdet som skillnaden mellan ett företags tillgångar och skulder; avkastningsvärdering, vilken bygger på att värdet av ett företag representeras av de diskonterade framtida kassaflödena från verksamheten; adjusted present value, som summerar värdena av varje enskilt anspråk mot företaget; jämförande värdering, vilken beräknar bolagsvärdet genom multiplar och nyckeltal som jämförs med andra företag; och slutligen realoptions-värdering, vilken liknar ett företag och dess verksamhet vid optioner och tillämpar optionsteori för att skatta bolagsvärdet.

Substansvärdering

Nilsson et al (2002) definierar substansvärdering som att mäta värdet av företagets tillgångar och skulder, det vill säga dess substans. Således är substansvärdet detsamma som företagets egna kapital. Edenhammar et al (2005) ger en annan definition som säger att substansvärdering är skillnaden mellan marknadsvärde och i balansräkningen bokfört värde på exempelvis börsaktier

³ Internetkälla: Ekonomifakta (2008).

eller fastigheter. Enligt Nilsson et al (2002) finns i princip två stycken typer av substansvärdering: värdering efter återanskaffningsvärde/marknadsvärde eller värdering efter likvidationsvärde. Med återanskaffningsvärde menas vad man skulle få betala om en tillgång av samma kvalitet köps externt. I ett företags balansräkning är en tillgång ofta upptagen enligt *lägsta värdets princip*. Därför kan det finnas diskrepanser mellan vad marknadsvärdet och vad det bokförda värdet är. Edenhammar (2005) definierar likvidationsvärde som det värde på tillgångarna som kan erhållas om/när man säljer företags tillgångar och betalar skulderna. Nilsson et al (2002) påpekar att det även med denna metod kan finnas klara skillnader i likvidationsvärdet av en tillgång och värdet för going concern.

Avkastningsvärdering (DCF-värdering)

Även om relativ-värdering är den vanligaste värderingsmetoden idag, bygger flesta metoder på avkastningsvärdering, även kallad DCF-värdering, och dess underliggande teori (Damodaran, 2002). Avkastningsvärdering betraktar ett företags verksamhet som en serie riskfyllda kassaflöden som sträcker sig framåt i tiden. Analytikerns första uppgift är att skatta dessa framtida kassaflöden, period för period, och sedan diskontera dessa till kapitalets alternativkostnad. Det finns otaliga modeller som bygger på DCF-värdering, men dessa kan gemensamt indelas i tre generella grupper; värdering av aktiekapital (direkt ansats, FKFA), värdering av rörelse (indirekt ansats, FKFF) och "Adjusted Present Value"-värdering (APV) (Damodaran, 2002).

- Värdering av aktiekapital

Denna modell diskonterar residualflödena till investerare efter att alla utgifter, återinvesteringar, skatt, amortering och räntebetalningar gjorts. Diskonteringsräntan utgörs av det avkastningskrav som gäller mot företaget. En värderingsmodell baserat på utdelningar är en variant av denna metod där det diskonterade flödet består av de förväntade framtida utdelningarna från bolaget. Berk och DeMarzo (2007) kallar denna metod för *dividend growth model* eller *Gordons formel*.

- Värdering av rörelse

Denna modell diskonterar kapitalflödet från bolaget efter att alla operativa utgifter, återinvesteringar och skatt har betalats, men *före* några utbetalningar sker till investerare eller långivare (Nilsson et al, 2002). Detta flöde diskonteras sedan till den genomsnittliga kapitalkostnaden, eller Weighted Average Cost of Capital, r_{WACC} . Här inkluderas också residualvinstmodeller såväl som kassaflödesmodeller. Den förstnämnde utgår direkt från företags redovisade resultat och bokfört värde för eget kapital. Modellen utgår således från det värdeskapande som sker istället för den värdeöverföring som sker i form av utdelningar och kassaflöden (Nilsson et al, 2002).

Adjusted Present Value

Luehrman (1997) skriver att modellen utgår från två typer av kapitalflöden från ett bolag; reala kassaflöden som inkluderar bland annat intäkter och kostnader för verksamheten; och bieffekter som innefattar hur bolaget är finansierat, exempelvis skatteskulder. Denna modell räknar ut varje enskilt anspråk som en intressent kan ha mot bolaget, såsom investerare och långivare, och slår samman värdet av dessa till att representera det totala bolagsvärdet (Koller et al, 2005). Shrieves

(2000) menar att utgångspunkten är att värdera bolaget som om det skulle vara utan skulder. Till detta adderas sedan nuvärdet av den skatteskuld som skuldsättning medför, samt förväntade kostnader av konkurs.

Jämförande värdering (Relativ-värdering)

Både Edenhamar et al (2005) och Damodaran (2002) definierar jämförande värdering som när ett företags värde baseras på hur liknande tillgångar värderas på marknaden. Jämförande värdering innefattar två steg; dels att standardisera värdet av tillgångarna genom att konvertera priserna till så kallade multiplar (vanligen av vinsten, bokfört värde eller försäljning); och dels genom att hitta jämförbara bolag. Även om fokus ofta ligger på DCF-värdering, är detta den modell som används mest i praktiken, trots att metoden lämnar stort utrymme för potentiella fel.

Realloptionsvärdering

Denna modell baserar sig i grundtanken på att värdet av en tillgång kan vara större än nuvärdet av dess kapitalflöden om dessa flöden är beroende av huruvida en företeelse inträffar eller ej (Copeland et al, 2005). Damodaran (2002) menar att denna teori har vuxit i popularitet och omfattning i takt med utvecklandet av optionsteorier och modeller för prissättning av dessa. Berk och DeMarzo (2007) menar att bolagsvärdering genom realoptioner är en variant av DCF-värdering i den meningen att företagsledningen här antas ha möjlighet att påverka och ändra sina beslut vartefter ny information blir tillgänglig. En option ger dess innehavare rättigheten (men inte skyldigheten) att köpa eller sälja en underliggande tillgång till ett förutbestämt pris. Denna rättighet är en form av flexibilitet, vilket också måste medföra ett visst värde till innehavaren (Murrin et al, 2000). Ett företag som har optionen att förlänga eller lägga ned ett projekt, måste vara *mer* värt än ett företag som *inte* har denna möjlighet (Berk och DeMarzo, 2007).

3.4 Modelljämförelse

För ändamålet av denna uppsats står författarna inför valet av värderingsmodell. Varje sätt att värdera ett företag passar olika bra i olika situationer. Därför är det inte empiriskt relevant att tillämpa *alla* tillgängliga modeller för att kunna uppnå uppsatsens mål och syfte. Problemet är, som bekant, inte bristen på värderingsmodeller utan snarare konsten att välja rätt modell för rätt ändamål och situation. Vilken av de fyra generella värderingsmetoderna, och efterföljande underordnad modell, man som analytiker väljer beror till viss del på målföretaget och dess situation men är också till stor del beroende på individen själv. Damodaran (2002) presenterar ett välgrundat ramverk för att utvärdera just dessa frågor. Utgångspunkten är (1) kännetecknen för verksamheten, (2) marknadspotential för tillgångarna, (3) möjlighet att generera kassaflöde, (4) företagets differentiering, (5) företagets tidshorisont(6), värderingsskäl samt (7) marknadstro för värderingen.

3.5 Modelljämförelse och val av värderingsmodell

Marknadspotential för tillgångar

FMAB som företag är inte speciellt kapitalintensivt utan det har relativt sett ganska få anläggningstillgångar. Exempelvis har företaget lagt ut stora delar av sin produktion på legotillverkning och inte velat binda upp sig genom att äga sina egna byggnader. I övrigt får FMAB betraktas som ett tillväxtföretag som står inför en period av progression, olika stor

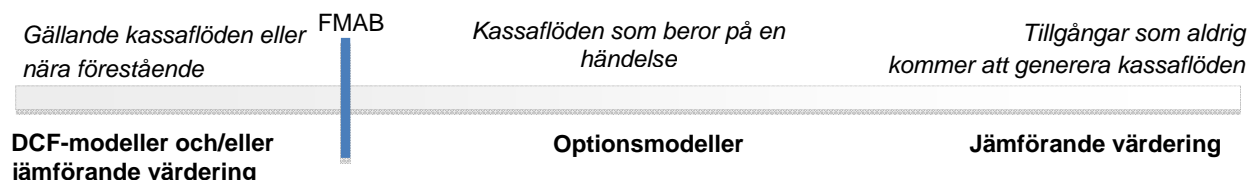
beroende på vilket scenario som uppfylls. Från detta kan konstateras att en värdering baserad på tillgångarnas likvidationsvärde inte bör ge en representativ och rättvis bild av FMAB som företag.



Figur 3.1: Marknadspotential för tillgångar

Möjlighet att generera kassaflöde

FMAB är ett företag som de senaste åren vuxit starkt samt levererat kassaflöden därefter. Den strategiska analysen (se avsnitt 4.1 *Strategisk analys*) talar för att också FMAB:s framtid ser relativt ljus ut samt att denna inte är speciellt beroende av någon viss händelse. Utifrån detta kan konkluderas att DCF-värdering är mest lämplig i avseende på möjligheterna att generera kassaflöde.



Figur 3.2: Möjlighet att generera kassaflöde

Tillgångarnas unikheter

Som tidigare nämnts är FMAB och dess verksamhetsområde ett relativt unikt sådant, varför det kan vara problematiskt att hitta börsnoterade bolag som är verksamma inom precis samma område. Hänsyn måste därför tas till FMAB:s unikheter. DCF-värderingsmodellerna är de värderingsmodeller som bäst tar hänsyn till denna.

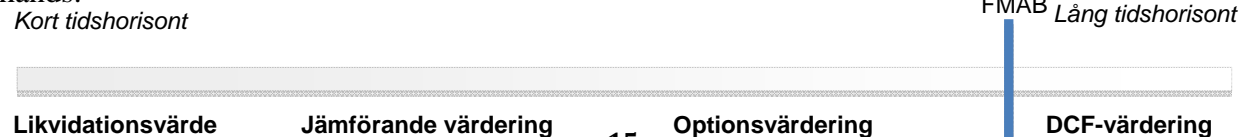


Figur 3.3: Tillgångarnas unikheter

Tidshorisont för företaget

Såväl den utförda strategiska analysen som de intervjuer som hållits med anställda vid FMAB talar sitt tydliga språk. Inget annat kan antas än att FMAB kommer att fortleva som företag under överskådlig framtid. Utifrån detta faktum ligger DCF- och/eller optionsvärdering närmast till

hands.



Figur 3.4: Tidshorisont för företaget

Värderingsskäl

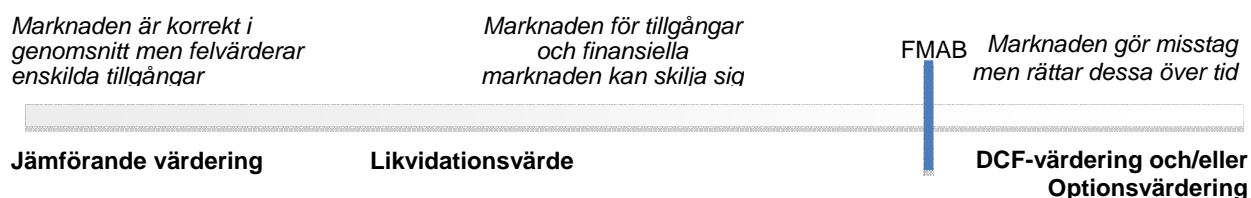
Denna studie är, som redan nämnt, en fallstudie över ett specifikt bolag varför också värderingen blir riktad och inte i första hand ämnad att se till huruvida FMAB är över/undervärderat inom en sektor.



Figur 3.5: Värderingsskäl

Marknadstro

Författarnas marknadstro är en subjektiv faktor som spelar in i valet av värderingsmetod. Som tidigare nämnts är det inte enbart målföretaget och dess karaktäristika som är av betydelse vid en bolagsvärdering, utan också analytikernas egna tankar. Författarnas tro om marknaden är att marknadsvärdet av en tillgång ofta skiljer sig från dess verkliga värde, men att denna skillnad justeras över tid. Med anledning av detta kommer DCF-värdering och/eller optionsvärdering att vara mest lämplig.



Figur 3.6: Marknadstro

Slutsats och val av värderingsmodell

Av ovanstående resonemang dras slutsatsen att en DCF-baserad värderingsmodell är att föredra vid värderingen av FMAB. Alla de kriterier som presenterats talar gemensamt för denna typ av värderingsmodell. En följdfråga i sammanhanget blir vilket kassaflöde som skall diskonteras. Som tidigare nämnts, finns en direkt och en indirekt ansats att tillgå. För att påminna läsaren innebär den direkta ansatsen att ett företag värderas utifrån de diskonterade kassaflödena till aktieägarna, medan den indirekta ansatsen värderar det totala kassaflödet, både till långivare och till aktieägare. Nilsson et al (2002) menar att den senare metoden lämpar sig bäst för företag som förväntas ändra sin kapitalstruktur i framtiden. Detta beror på att räntebetalningar då inte explicit behöver skattas för framtiden. Samtidigt menar Damodaran (2002) att detta inte påverkar resultatet för företag som räknar med att hålla sin målsatta kapitalstruktur under överskådlig framtid. Detta beror på att kapitalstrukturen och kvoten mellan skulder och eget kapital ändå måste uppskattas för att beräkna såväl aktieägarnas avkastningskrav (för den direkta ansatsen) som den genomsnittliga kapitalkostnaden (för den indirekta ansatsen). I huvudsak är det således upp till analytikern (värderaren) att välja den metod som denne känner sig mest komfortabel

med, naturligtvis med hänsyn tagen till vad som är det huvudsakliga syftet med själva värderingen.

Författarna av denna studie har valt att värdera FMAB utefter den direkta ansatsen (FKFA), det vill säga genom att nuvärdesberäkna kassaflödet till aktieägarna. Anledningen till detta är att det är värdet det egna kapitalet som potentiella köpare är intresserade av att betala för vid ett utköp, menar Daniel Utbult, analytiker på Bure Equity. Notervärt är däremot att *jämförelsen* mellan scenario I och II kommer att ske genom den indirekta ansatsen, eftersom kapitalstrukturen kommer att förändras genom MBO:n. Detta följer också av vad Nilsson et al (2002) skriver.

3.6 Proformamodell

För att en företagsvärdering enligt DCF-metoden skall kunna genomföras krävs att företagets framtida intäkter prognostiseras. Detta är grunden till värderingen och benämns ofta som proformamodellen. Moyer et al (2006) skriver att denna modell visar företagets resultat- och balansräkningar på "ifall att"-basis. Den används därför i många fall för att se utfallet mellan olika typer av investeringar. Exempelvis hur företaget förväntas påverkas av ett eventuellt företagsförvärv.

Modellen används för att skildra utfall både på lång och kort sikt. Den kortsiktiga prognosen, med detta menas ett år eller mindre, tenderar att vara mycket detaljerad. Den långsiktiga å andra sidan är allt som oftast mycket mer generell. För att den långsiktiga prognosen skall ha relevans krävs således att de antaganden som görs är baserade på en grundligt och väl genomförd företagsanalys, menar Moyer et al (2006).

Konstruktion av proformamodell

Varje års balans- och resultaträkning måste uppskattas genom ett antal antaganden. För varje år måste exempelvis försäljningstillväxten skattas. Övriga antaganden ses ofta som en funktion av försäljningstillväxten.

När alla poster och antaganden är gjorda kan proformamodellen byggas. Antagandena är det första som skrivs in och kan se ut på följande vis:

Tabell 3.1: Antaganden kring konstruktionen av proformamodell

Antaganden	År t	År t+1	År t+2	År t+3	År t+4	Kommentar
Försäljningstillväxt	10 %	12 %	15 %	10 %	10 %	av föregående års omsättning
Försäljningskostnader	80 %	80 %	80 %	86 %	86 %	av årets omsättning
Avskrivningstakt	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	
Ränta	5 %	5 %	5 %	6 %	6 %	
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	

Det andra steget i konstruktionen av proformamodellen är att addera rubriker för resultat- och balansräkningen. Dessa rubriker kan skilja sig åt och skall spegla det undersökta företaget med avseende på vilka mål som finns med modellen och värderingen. Antagandena i det första steget ligger nu till grund för de prognostiserade värdena för respektive år. Antag att föregående års omsättning var 10 miljoner (år t). Om antagandet försäljningstillväxt år t+1 är 10 procent,

prognostiseras således omsättningen till 11 miljoner för år t+1. Vidare prognostiseras år t+2 på samma sätt. Här blir omsättningen 11 miljoner plus 12 procent, det vill säga 12,3 miljoner. Resterande poster är en funktion av försäljningstillväxten, därav beräknas försäljningskostnader för respektive år enligt antagandet, i detta exempel, om 80 och 86 procent multiplicerat med omsättningen. På samma sätt beräknas samtliga resultat- och balansposter fram.

Resultaträkningar	År t	År t+1	År t+2	År t+3	År t+4	År t+5
Omsättning	10,0	11,0	12,3	14,2	15,6	17,1
Försäljningskostnader	8,0	8,8	9,8	11,4	13,4	14,7
Avskrivningar						
Ränteintäkter						
Räntekostnader						
Resultat före skatt						
Skatt						
Årets resultat						

Tabell 3.2: Resultaträkning vid konstruktionen av proformamodell

Modellen byggs på ett sådant sätt att den är helt dynamisk och kan justeras på årsbasis för respektive antagande. Debet- och kreditsidan i en balansräkning måste för respektive år vara densamma. Gjorda antaganden kan ibland bryta mot denna regel, varför Nilsson et al (2002) föreslår att en pluggvariabel byggs in i modellen. Detta innebär att det finns en buffertpost på tillgångs eller skuldsidan för att justera och balansera balansräkningen.

3.7 Skattning av diskonteringsräntan

När kassaflödena prognostiserats i proformamodellen skall de diskonteras till nuvärdet för att slutligen summera till det totala bolagsvärdet. Diskonteringsräntan kvantifierar också den kompensation som aktieägare och långivare kräver för att acceptera den risk det innebär att investera i ett företag. Enligt Nilsson et al (2002) används därför begreppet synonymt med aktieägarnas avkastningskrav. Perold (2004) menar att denna uppskattning ofta är ett subjektivt åtagande och många tekniker som tjänar detta syfte har därför kritiserats under de senaste åren.

Avkastningskrav (CAPM)

CAPM-modellen är en av de många risk- och avkastningsmodeller som kan användas för att beräkna detta avkastningskrav (Nilsson et al, 2002). Den skattar ett företags avkastningskrav från aktieägarna baserat på förhållandet mellan risk och förväntad avkastning (Berk och DeMarzo, 2007). Murrin et al (2000) beskriver modellen som en funktion av den riskfria räntan plus en riskpremie för att spegla den faktiska investeringen i fråga. Riskpremien definieras väl av Perold (2004) som den historiska skillnaden mellan den riskfria räntan och marknadens avkastning i sin helhet, multiplicerat med en justerande siffra för att reflektera volatiliteten av målföretaget och i vilken utsträckning det följt marknadens svängningar över tiden. Denna justerande faktor kallas vanligen för betavärde och har under senare tid börjat ifrågasättas något av den akademiska världen. Betavärdet mäter ett företags systematiska risk, det vill säga den risk som inte kan diversifieras bort (Berk och DeMarzo). CAPM-modellen gör antagandet att en investerare bara får en riskpremie, utöver den riskfria räntan, för den risk som inte är diversifierbar. Detta eftersom osystematisk risk (diversifierbar) kan elimineras genom att hålla en bred portfölj och,

enligt Copeland et al (2005), alltså inte ökar risken för investeringen.

CAPM-modellen skrivs som:

$$r_E = r_f + \beta \times (r_{Mkt} - r_f)$$

Där:

r_E = Aktieägarnas avkastningskrav

r_f = Den riskfria räntan

β = Betavärde

$r_{Mkt} - r_f$ = Marknadsriskpremien är detsamma som marknadens avkastningskrav minus den riskfria räntan

Kritiken mot CAPM-modellen skall inte alltför utförligt diskuteras i denna studie, men förs de facto fram i flera vetenskapliga artiklar. McNulty et al (2002) samt Mullins (1982) pekar på tre huvudsakliga kritiska synsätt. Det första rör konflikter mellan volatilitet och korrelation, vilket är ett viktigt samband för att beräkna beta. Vidare finns kritik som rör faktumet att mycket av beräkningarna baseras på historiska samband och data. Slutligen har kritik riktats mot att modellen inte tar hänsyn till skillnader i investeringstid mellan två investerare, utsatta för samma risk. Optionsteorier har visat att den marginella risken av en investering minskar som en funktion av kvadratroten av tiden för investeringen. Även om antagandena av CAPM-modellen är orealistiska, är just sådana förenklingar av verkligheten vad som behövs för att ta fram användbara modeller. McNulty et al (2002) skriver i sin artikel att CAPM-modellens fördel är att den kvantifierar risk och ger dess användare en relativt objektiv rutin för att omvandla risk till estimat av förväntad avkastning. Trots den riktade kritiken mot modellen uppger hela 81 procent av 27 välrenommerade företag i en studie av Bruner, Eades, Harris och Higgins (1998) att de använder sig av CAPM-modellen för att beräkna avkastningskravet (Damodaran, 2002).

Marknadsriskpremie

Nilsson et al (2002) nämner tre sätt att skatta denna premie. (1) Ett stort antal investerare tillfrågas vilken premie de använder och ett genomsnitt av deras svar används. (2) Premien beräknas genom historisk data eller (3) premien skattas från dagens aktiekurser med en diskonteringsmodell.

Betavärdet

Svårigheten med onoterade bolag är frånvaron av marknadspriser för bolagskapitalet, vilket gör att betavärden inte kan estimeras fullt lika enkelt. Litteraturen bjuder dock in till olika lösningar för att komma kring detta. Berk och DeMarzo (2007) presenterar en lösning på problemet som innebär att man regresserar målföretagets bokföringsmässiga intäkter mot ett index. Regressionen skulle således kunna betecknas som $\Delta \text{Intäkter} = a + b \times \Delta \text{intäkter}_{\text{index}}$ där b (eller lutningskoefficienten, k) skulle uttrycka förändringen i målföretaget för varje förändring av index - det vill säga ett uttryck för bolagets betavärde. Enligt Damodaran (2002) uppstår ett problem med denna metod då onoterade bolag ofta bara presenterar sitt resultat en gång om året samt att bolag ofta gör sitt bästa för att jämna ut resultatet över åren, vilket sammantaget skulle leda till ett missvisande betavärde.

Damodaran (2002) presenterar istället en annan metod kallad bottom-up. Den innebär att man först skattar ett genomsnittligt beta för de noterade företagen, konverterar detta till ett obelånat

betavärde och justerar sedan för den kapitalstruktur som målföretaget har. Man nyttjar således det fundamentala sambandet mellan belånat (levered) och obelånat (unlevered) beta, vilket

$$\text{Copeland et al (2005) uttrycker enligt följande } \beta_L = \beta_U \times \left[1 + (1 - \tau_C) \times \left(\frac{D}{E} \right) \right]$$

Där:

β_L = Belånat betavärde

β_U = Obelånat betavärde

τ_C = Företagets skattesats

D/E = Företagets räntebärande skulder dividerat med dess egna kapital

Berk och DeMarzo (2007) påpekar däremot att man stöter på ett problem i den meningen att kapitalstrukturen, det vill säga förhållandet mellan eget kapital och skulder, egentligen skall uttryckas med marknadsvärden. För att komma kring detta finns enligt Damodaran (2002) tre alternativ; ersätt marknadsvärden med bokförda värden, anta att målföretagets kapitalstruktur kommer att vara snarlik branschsnittet eller använd företagets målsatta kapitalstruktur ("target debt to equity").

Kapitalstruktur

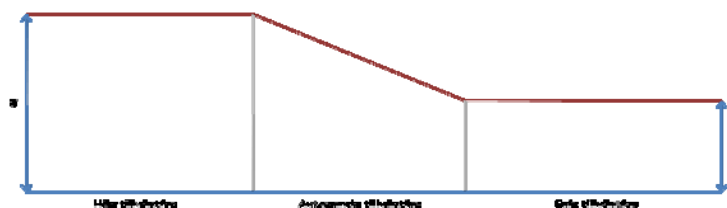
Berk och DeMarzo (2007) definierar kapitalstruktur som den grad till vilken ett företag finansierar sin verksamhet med eget kapital jämfört mot främmande kapital, såsom lån. Ett företags kapitalstruktur kan definieras och fastställas på olika sätt och det är upp till varje enskild analytiker att avgöra vilken metod denne använder. I kontakt med Damodaran förklarar han att sysselsatt kapital bör användas av det skälet att endast räntebärande skulder skall räknas in. Han menar att icke-räntebärande skulder inte har en kostnad och därför inte skall räknas med för att beskriva ett företags kapitalstruktur. Med icke-räntebärande skulder åsyftas främst kortfristiga skulder som tas upp i balansräkningen. Exempelvis kan detta vara skatteskulder men kanske i första hand leverantörsskulder (Edenhammar et al, 2005). I ljuset av detta kan det samtidigt argumenteras att ett företag som i viss grad finansierar sin verksamhet genom leverantörsskulder också måste ha en viss kostnad för detta – direkt och/eller indirekt. Ett företag som är skyldigt ett annat företag pengar har ett åtagande som skall uppfyllas. Detta innebär också att företaget är försatt i större risk jämfört mot ett bolag som är fullständigt självfinansierade. Att fastställa vad (alternativ)_kostnaden för denna icke-räntebärande finansiering skall vara, är naturligtvis en svårighet.

Förväntad tillväxt (g)

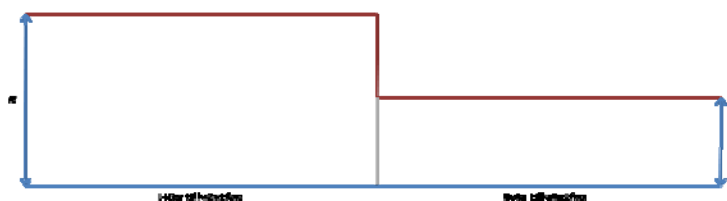
Prognosperioden delas ofta in i två led; en tillväxtfas och en steady-state-fas. Den senare fasen utgörs ofta av en svagare tillväxttakt och representerar den takt med vilken företaget förväntas växa på lång sikt. För att göra dessa skattningar behövs, enligt Murrin et al (2000), en grundlig förståelse av målföretaget. Det är här som den strategiska och finansiella analysen samt redovisningsanalysen kommer till sin rätt. Murrin et al (2000) hävdar också att även historisk utveckling kan vara en god indikator på vart målföretaget är på väg tillväxtmässigt. Damodaran (2002) tillägger dock att problemet med onoterade bolag är att de endast rapporterar årsvis och kanske även med olika tillämplade redovisningsprinciper från år till år, vilket försvårar en normaliserad överblick över den faktiska tillväxten. Av detta skäl blir den fundamentala analysen än mer viktig då man har att göra med onoterade bolag. Ett annat sätt att skatta den framtida

tillväxttakten är genom sambandet mellan återinvesteringstakt och avkastningen på eget kapital. Sambandet illustreras matematiskt i Appendix I: *Värderingsmodeller och variabelskattning*. Detta mått tar däremot inte hänsyn till företagets externa miljö i samma omfattning och kan därför betraktas som något linjärt.

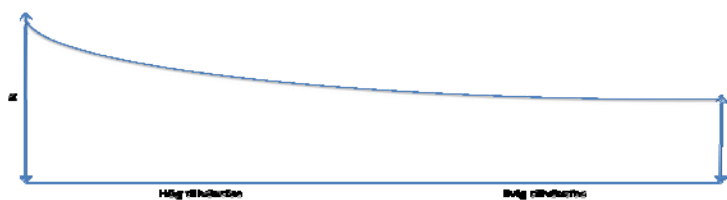
Enligt Murrin et al (2000) är ett annat viktigt antagande som måste göras avseende tillväxt hur bolaget kommer att se ut i steady-state-läget. Damodaran (2002) menar att, generellt sett, ökar både skulder och risk samtidigt som såväl residualvinsterna och återinvesteringsarna minskar. Vad gäller avkastningen på totalt, samt eget, kapital kan ett företag inte generera överavkastning för all framtid. Att anta att dessa rör sig mot branschstandard över tid är, enligt Murrin et al (2000), därför relativt rimligt. Det sista antagandet att göra kring tillväxttakt är *hur* transitionen från tillväxtfas till steady-state-fas förväntas ske för det aktuella målföretaget. Damodaran (2002) visar på ett antagande som utgår från att övergången kommer att ske abrupt, från ett år till ett annat. Detta kallas för en tvåstegsmodell (se figur 3.8). Ett annat antagande är att övergången istället sker successivt över tid. Detta kallas för en trestegsmodell (se figur 3.7). Det sista antagandet är att bolagets karaktäristika förändras från första året och kontinuerligt. Detta kallas för en n-modell (se figur 3.9).



Figur 3.7: Trestegsmodell



Figur 3.8: Tvåstegsmodell



Figur 3.9: N-Modell

4 Fundamental analys av FMAB

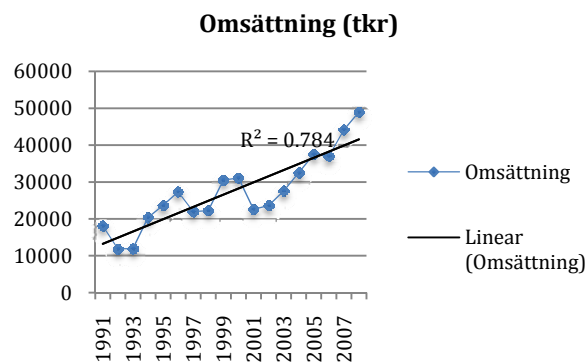
4.2 Strategisk analys

FMAB ska värderas med hjälp av en så kallad DCF-värderingsmodell. Då ett företags värde beräknas enligt denna modell prognostiserar man det aktuella bolagets framtida kassaflöden, vilka diskonteras med en diskonteringsränta. Summan av de nuvärdesberäknade kassaflödena utgör sedan företagets värde. För att FMAB:s prognostiserade kassaflöden, och i förlängningen de beräknade bolagsvärdena, ska bli så korrekta som möjligt behöver en omfattande analys göras över företagets nuvarande situation. Detta är vad den fundamentala analysen syftar till att uppnå.

4.2.1 Branschanalys

Branschanalysen, den inledande delen i den strategiska analysen, syftar, enligt Nilsson et al (2002), till att beskriva branschens struktur och lönsamhet. Michael E. Porters (1998) "Five Forces"-modell är frekvent använd och ett bra verktyg för att analysera branscher. I denna tar man hänsyn till fem branschspecifika faktorer; konkurrens inom branschen, hot från nya inträden i branschen, hot från produktsubstitut, köparnas förhandlingsstyrka samt leverantörernas förhandlingsstyrka.

FMAB verkar i en global men något svårdefinierad bransch. Genom att studera omsättningens utveckling för FMAB (se figur 4.1) är det möjligt att utläsa en trend i omsättningstillväxt hos företaget. FMAB har sedan 1991, då man fortfarande var självständiga, utvecklats kraftigt och trots temporära nedgångar så är trenden tydlig. Båda de efterföljande åren, 1992 och 1993, var svaga år för verksamheten, vilket kan ha en naturlig förklaring i ostadiga svenska ekonomin. Vidare gick påföljande år bra och företaget kunde visa stark tillväxt. Viktigt att poängtera var att FMAB i detta skede såldes till sina nuvarande tyska ägare AW.



Figur 4.1: FMAB:s omsättning 1991-2008

Den andra lågkonjunkturen, i slutet av 90-

talet och i början av 2000-talet, visar sig också i grafen. Vidare kan vi dock se en mycket stark tillväxt från 2003 och framåt i takt med en stark efterfrågan och ökade investeringar i världen. Den starka tillväxten för FMAB och branschen förväntas hålla i sig för åtminstone de tre nästföljande åren, tror flera anställda på FMAB.

Konkurrens inom branschen

Enligt administrationsmedarbetare 3 är konkurrenssituationen inom den nischade branschen förhållandevis mild och utmärker sig genom långa och stabila kundförhållanden. FMAB kan sägas agera i flera olika branscher och har olika huvudkonkurrenter i varje av dessa. Företaget har med andra ord en huvudkonkurrent då det gäller försäljning av siktat till gruvbranschen och en annan då det gäller försäljning till livsmedelsbranschen. Vidare kan nämnas att FMAB är utsatta för internationell konkurrens på de olika marknaderna och ser lokala konkurrenter i länder

som ett hot. De konkurrenter FMAB upplever som störst inom de verksamhetsområden företaget arbetar inom är främst: Minox, konkurrent till den *VRS-maskin* FMAB erbjuder. Vidare är Sandvik en konkurrent inom mineral, Bühler inom fodermarknaden och Rhewum inom mineral och kemi.

Att konkurrensen, enligt Sonja Johansson (2008) samt administrationsmedarbetare 2, inte varit speciellt påtaglig kan förklaras av den kraftiga tillväxt hela branschen haft till följd av den ekonomiska boomen de senaste åren. Situationen kan dock snabbt förvärras om en global ekonomisk recession blir realitet. Administrationsarbetare 1 hos FMAB beskriver hur företaget nu försöker förebygga denna situation och satsar resurser på att utöka den befintliga försäljningsavdelningen med mål att framförallt behålla men också vinna nya marknadsandelar för att kunna stå sig när konkurrensen intensifieras.

Intressant att klargöra är hur kundrelationen ser ut i branschen. Många företag har en stark personlig kontakt till sina kunder och det är svårt att vinna marknadsandelar på bekostnad av sina konkurrenter. Detta skulle i framtiden, med en ökad förväntad tillväxt, försvåra för företaget att nå det av ägaren högt uppsatta tillväxtmålet. Ett vidare problem är att FMAB:s båda säljare, vilka är en ovärderlig tillgång för FMAB, inom några år går i pension och idag har byggt upp en så pass lojal kundbas att deras roll övergått från att vara utesäljare till att mer agera som ordermottagare, menar anställda på företaget. För att lyckas nå målen och öka försäljningen krävs att företaget når nya kunder både på den befintliga och på nya marknader. Vidare kan beläggas, vilket är intressant med tanke på frågeställningen i denna uppsats, vilket framkom under intervjuer, är att FMAB inte upplever AW som en framtida konkurrent. Indirekt sägs alltså att FMAB inte är en konkurrent till AW, vilket är positivt och förenklar en eventuell MBO.

Hot från nya inträden i branschen

Skalfördelar finns i viss utsträckning, men branschen är framförallt väldigt kunskapsintensiv och FMAB:s långa erfarenhet har bidragit till att fortsatt hålla befintliga etableringshinder höga. Ett starkt hot från nya konkurrenter har dock upptäckts i Asien. Problemet är att FMAB:s maskiner kopieras av de asiatiska aktörerna. Därför har offertförfrågningar från okända företag i Asien varit ett stort problem. Problemen uppstår då företagen kopierar FMAB:s skräddarsydda lösningar och själva tillverkar den maskinmodell som föreslagits och säljer den till slutkund. Administrationsarbetare 1 beskriver att FMAB försöker råda bot på detta problem genom att nu låta större delen av Asienförsäljningen gå via en agent, KM18 i Thailand.

Hot från produktsubstitut

Enligt administrationsarbetare 1, erbjuder FMAB inte enbart en produkt utan främst en tjänst, en lösning på kundens problem. Övergångskostnaderna för kunderna är väldigt höga då personliga relationer, positiva erfarenheter och bra service står i centrum för verksamheten. Kort sagt, den långa erfarenheten hos säljarna och höga kvaliteten i produktionen hos FMAB är eftertraktad hos kunderna och gör att hotet från produktsubstitut är väldigt låga. Dessutom finns inte många substitut för att sikta material, utöver vad FMAB redan erbjuder.

Köparnas förhandlingsstyrka

Det finns alltid en motsättning mellan företagets och köparnas intressen. FMAB:s förhandlingsstyrka gentemot sina kunder får ses som relativt stark, baserat på två faktorer. Övergångskostnaderna för kunderna att byta leverantör är höga och produkterna är allt annat än standardiserade. FMAB är inte i lågprissegmentet men kan ändå med sin ringa storlek hålla kostnaderna nere och erbjuda mycket hög kvalitet till ett bra pris. Det som talar emot FMAB och dess förhandlingsstyrka gentemot sina kunder är det faktum att de tio största kunderna står för 44 procent av omsättningen (se tabell A i Appendix II: *FMAB:s 10 största kunder*).

Leverantörernas förhandlingsstyrka

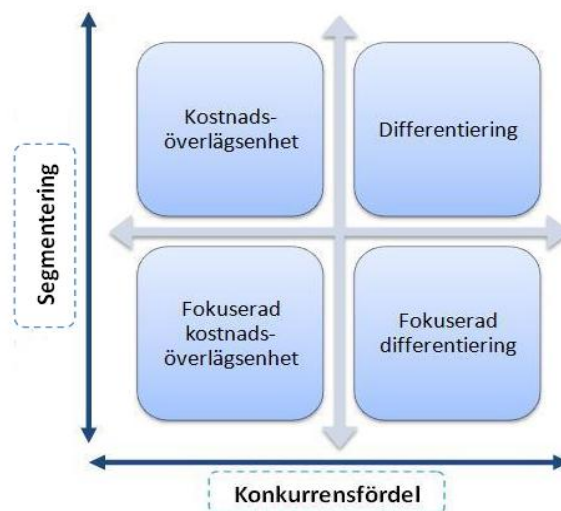
Anställda på företaget berättar att en stor del i tillverkningen av delar till siktmaskinerna inte ligger hos FMAB själva utan hos underleverantörer, främst i Sverige men också utomlands, med anledning att undvika stora personalkostnader och öka flexibiliteten vid marknadsvängningar. Den direkta effekten och nackdelen är således att företaget blir mer beroende av sina leverantörer. Det faktum att FMAB har ett stort antal leverantörer påvisar ändå att förhandlingsstyrkan gentemot leverantörerna är stark. Många av de produkter som köps in är inte extremt specialiserade och övergångskostnaderna är inte allt för höga.

4.2.2 Konkurrensanalys

Konkurrensanalysen, som är den andra delen av den strategiska analysen, syftar till att beskriva hur lika företagen inom en bransch är samt vilken strategi dessa valt för att ta del av branschens lönsamhet. Detta innefattar bland annat hur de valt att positionera sig gentemot varandra. Porter anger tre övergripande konkurrensstrategier, basstrategier, som används för att skapa konkurrensfördelar gentemot övriga företag i branschen (se figur 4.2).

Att använda *kostnadsöverlägsenhet* som grundläggande konkurrensstrategi ställer höga krav på kostnadseffektivitet. Fokus sätts på den interna processen och kostnadskontroll och strategin lämpar sig bäst för standardiserade produkter. Motsatsen till denna strategi är *differentiering*, där företag istället strävar efter att ha produkter som uppfattas som unika och speciella för att på så sätt kunna ta ut ett högre pris. Fokus ligger här på marknadsföringskunnande samt forskning och utveckling. Basstrategin *fokusering* är att istället för att försöka penetrera hela marknaden väljer man att fokusera på en viss köpgrupp. Fokuseringsstrategin kan anammas genom både kostnadsöverlägsenhet och differentiering. Den sämsta konkurrensstrategi ett företag kan välja är att försöka fokusera på samtliga ovan nämnda strategier samtidigt. Företaget riskerar då att bli, vad Porter kallar ”stuck in the middle”. Företaget lyckas helt enkelt inte med någon av strategierna och får svårt att konkurrera på marknaden.

FMAB använder differentiering som främsta konkurrensstrategi och marknadsför att man levererar en helhetslösning till sina kunder. Genom lång erfarenhet kan säljarna på plats se vilken



Figur 4.2: Konkurrensstrategier

lösning som passar kunden bäst. Detta är enligt produktionsarbetare 2, som nu konstruerar siktmaskinerna, en ovärderlig kunskap hos säljarna som också givit FMAB ett gott rykte bland kunderna. Företaget utnyttjar sin mindre storlek till sin fördel genom att vara dynamiska och personliga i sitt agerande mot kund. Produktionsarbetare 3 påpekar att det absolut viktigaste är att aldrig tumma på kvaliteten. Vidare sade Administrationsarbetare 1, att kvalitetstänkandet verkligen sitter i väggarna hos företaget. Företaget riktar sig således till ett segment som sätter kvalitet och inte pris i första rummet, ofta större industriföretag (se tabell A i Appendix II: *FMAB:s 10 största kunder*). FMAB:s affärsidé är: "Att alltid leverera en komplett lösning anpassad till våra kunders behov. Vi är en partner genom hela projektet, från behovsinventering till driftsättning".⁴

4.2.3 Företagets externa miljö - Makroanalys

Alla företag tvingas ta hänsyn till sin omgivning. Att dagens samhälle är såväl föränderligt och turbulent som globalt gör dess komplexitet mycket stor och ökar företagets behov av att göra makroanalyser. Dessa har som syfte att identifiera krafter och trender som kan innebära hot mot, eller möjligheter för, företagets verksamhet. Enligt Kotler et al (2005) bör en sådan makroanalys innehålla sex olika grupper av faktorer som påverkar företagets omvärld; demografiska, ekonomiska, naturrelaterade, teknologiska, sociokulturella samt politiska och legala faktorer.

De faktorer som mest påverkar FMAB och deras situation är ekonomiska, naturrelaterade och tekniska, vilka är vidare utvecklade i detta avsnitt.

Ekonomiska faktorer

Intressant att belysa, vilket framkom under intervjuer med flera anställda, är den uppfattade förskjutning FMAB har mot konjunkturen. Verksamheten märker alltså av minskningen i orderingång något år efter en nedgång i ekonomin. Positivt är att LKAB, företagets största kund, visar fortsatt höga försäljningssiffror med en vinstökning efter finansnetto på 45 procent första kvartalet 2008 mot förgående år⁵ och någon tendens till nedgång syns ännu inte till. Istället verkar järnmalmsmarknaden vara fortsatt stark och präglas av ett begränsat utbud enligt LKAB, som anser att utsikterna för 2008 är goda, skriver TT.⁶

Naturrelaterade faktorer

Råvarupriserna har under en längre tid stigit vilket är en effekt av den kraftiga expansionen i Asien, främst Kina och Indien, anser Jan Häggström, chefsekonom på Handelsbanken.⁷ Råvarupriserna och specifikt priset på metall påverkar FMAB och dess kostnader, menar administrationsarbetare 1, vilket gör diskussionen aktuell. Metallpriserna förväntas så småningom



Figur 4.3: Råvarupriser på metaller 2003-2008 (Källa: Nordea, *Ekonomiska utsikter, 2008*)

⁴ Internetkälla: Fredrik Mogensen AB (2008).

⁵ Internetkälla: LKAB, artikel Affärsdata (2008).

⁶ Ibid.

⁷ Internetkälla: E24 (2007).

uppnå sin kulmen och därefter ligga kvar på ungefär samma nivåer⁸, se figur 4.3.

Teknologiska faktorer

Tekniken har utvecklats kraftigt och allt fler robotar utför människors arbeten med millimetersprecision. För FMAB utgör detta inget större problem eftersom varje kunds lösning är unik och omställningskostnaderna långt skulle överstiga intäkterna. Det som istället skall belysas är utvecklingen av produkterna och innovativa lösningar som är viktiga att erbjuda en väl uppdaterad produkt. FMAB:s verksamhet grundades på en uppfinning och den innovativa inställningen till att lösa problem har alltid funnits i verksamheten. Under hela företagets livstid har kreativa lösningar på kundernas behov gjort att FMAB varit i framkant för den tekniska utvecklingen, vilket också gjort att man alltid kunnat vara konkurrenskraftiga. Produktionsarbetare 1 menar dock att det har skett en stor förändring på detta område och att den kreativa miljön i många fall begränsats av den tyska ägarens mål. Detta kan vara ett stort hot mot företaget i framtiden. Produktionsmedarbetare 2 är inne på samma spår. Enligt denne är den kreativa inställning till problemlösning, vilken alltid präglat verksamheten, är på väg att gå förlorad. Inställningen bland flera av de anställda är att ägarnas kortsiktiga perspektiv med kostnads- och intäktsfokus innebär att de anställda inte hinner fokusera på att utveckla produkterna vidare.

4.2.4 SWOT-analys

SWOT-analysen grundar sig på genomförda bransch-, konkurrens- och makroanalyser och syftar till att identifiera ett företags ”Strengths” (styrkor), ”Weaknesses” (svagheter), ”Opportunities” (möjligheter) och ”Threats” (hot). Enligt Panagiotou (2003) är analysen mycket nyttjad bland beslutsfattare då den ger möjlighet att se organisationen ur ett annat perspektiv och hjälper ofta till att organisera ledningens tankar och idéer.

Kotler et al (2005) menar att ett företags *styrkor och svagheter* ligger i dess egen interna verksamhet. Här ingår personalens kompetens, företagets resurstillgångar, teknologi, produktionsapparat, distributionskanaler etcetera. De områden som företaget är bra inom är att betrakta som styrkor medan de områden som företaget är sämre inom är att betrakta som svagheter. Vidare består verksamhetens möjligheter och hot av faktorer som företaget inte självt kan påverka. Om befolkningen förväntas öka kraftigt framöver så att den egna marknaden växer är detta att betrakta som en möjlighet. Detsamma gäller exempelvis om samhällets regelverk förväntas förenklas. Förväntade höjningar energipriserna och införandet av handelshinder ses istället som hot.

Ovanstående bransch- och konkurrensanalyser är gjorda och ligger nu till grund för nedanstående SWOT-analys.

Interna faktorer: styrkor och svagheter

FMAB:s höga kvalitet, spetskompetens i försäljning och produktion samt säljarnas personliga kontakt med kunderna får ses som de absolut främsta styrkorna. Dessa styrkor har alltid präglat

⁸ Internetkälla: Nordea, ekonomiska utsikter (2008).

företaget och måste bibehållas för att företaget skall bevara sin konkurrenskraft. Ser man till de svagheter som kan uppfattas av FMAB:s verksamhet är det främst att företaget är väldigt beroende av ett litet antal kunder. Detta är förenat med hög risk och skulle LKAB välja att byta sin leverantör av siktmaskiner eller använda en alternativ lösning skulle detta slå hårt mot FMAB. En av företagets främsta styrkor som i framtiden kan bli en svaghet om det inte sköts rätt är säljarnas roll, som båda inom en förhållandevis snar framtid skall gå i pension. Företaget måste värna om deras personliga kontakt med kunderna med avseende att först bibehålla sin marknadsandel och sedan ta nya, vilket är en förutsättning för att klara uppsatta tillväxtmål. FMAB:s största prioritet bör vara att anställa nya försäljare som under några år kan skolas in i företagets kultur och ta del av den kunskap som nuvarande försäljarna besitter.

Externa faktorer: möjligheter och hot

FMAB är exportörer och säljer sina produkter till andra marknader än den svenska. Företaget är dock långt ifrån att nå alla marknader. För att nå tillväxtmålen krävs att större resurser läggs på att penetrera fler marknader och ta större andelar på de befintliga. FMAB har börjat se till den växande brasilianska gruvindustrin och har genom kontakter hos AW börjat marknadsföra företagets produkter där, berättar VD:n Sonja Johansson. Detta styrker också det faktum att nya säljare är näst intill avgörande för FMAB:s framtida tillväxt.

Det finns vidare flera hot att uppmärksamma som har betydelse för företagets framtida tillväxt. Först och främst har företaget på senare tid uppfattat vissa problem med konkurrensen från Asien. Över 100 timmar kan läggas på att färdigställa en maskin och arbetskostnaden är en stor faktor vid prissättningen. Börjar andra lågprisländer tillverka liknande maskiner till ett mycket lägre pris kan FMAB få svårt att konkurrera på andra marknader än den svenska. Automatiserad tillverkning av robotar är inte nu ett hot men skall inte förkastas på längre sikt. Företaget har dock nästan lyckats eliminera detta hot genom att erbjuda unika lösningar till kunden. Branschen ser dock ingen direkt ökad konkurrens den närmaste framtiden, vilket inte talar för någon broms i tillväxten i det avseendet. Det som istället kommer att främst påverka FMAB negativt är den framtida nedgången i efterfrågan hos företagets kunder. Ytterligare ett hot mot FMAB:s konkurrenskraft är det faktum att de under AW:s ägo tycks lida av en eftersatt teknisk utveckling (se avsnitt 4.1.3 *Företagets externa miljö - Makroanalys*).

Styrkor	Svagheter
<ul style="list-style-type: none"> ○ Personligt kontaktnät till kunderna ○ Hög kvalitet ○ Lång erfarenhet hos säljarna ○ Personalens spetskompetens ○ Motiverad personal 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Beroende av en liten mängd kunder ○ Stora kontrollkrav från ägaren AW ○ Investeringsstopp från ägaren ○ Sårbarhet förknippad med säljarnas viktiga roll
Möjligheter	Hot
<ul style="list-style-type: none"> ○ Nya marknader, Brasilien ○ Lagg mot konjunktur och fortsatt stark tillväxt närmaste åren ○ Ökad reservdelsförsäljning 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Hot från nya konkurrenter, främst Kina och Indien ○ Eventuell ekonomisk nedgång i världen ○ Fortsatt stigande råvarupriser ○ Billigare arbetskraft, automatiserad tillverkning ○ Fortsatt eftersatt teknisk utveckling

Figur 4.4: SWOT-analys av FMAB

4.3 Redovisningsanalys

Enligt Nilsson et al (2002) bör en redovisningsanalys ingå i den fundamentala analysen. Detta är viktigt eftersom målföretagets redovisade resultat är av stor betydelse för analysen, oaktat vilken värderingsmodell som används. Ramverket för redovisning inbjuder idag till ett stort mått av flexibilitet genom olika valmöjligheter vad gäller redovisningsprinciper och skattningar, varför det ofta är mycket svårt att få en korrekt bild av företagets ekonomiska verklighet. Som ett resultat av detta blir själva syftet med en redovisningsanalys att skatta till vilken grad företagets redovisning faktiskt speglar dess underliggande verksamhet. (Nilsson et al, 2002)

Enligt FMAB:s årsredovisningar överensstämmer av företaget tillämpade redovisningsprinciper med Årsredovisningslagen samt Bokföringsnämndens rekommendationer och uttalanden. Principerna har varit oförändrade sedan åtminstone 1991. Företaget använder sig av, vanligt förekommande, linjär avskrivningsmetod. Maskiner, inventarier och bilar skrivs av på fem år medan ombyggnationer av fastigheten skrivs av på 20 år. Resultatjusteringar kan ske genom användande av bokslutsdispositioner; överavskrivningar eller avsättningar till periodiseringsfonder. FMAB har historiskt sett använt dessa metoder för att justera ner sina resultat och på så sätt minska skattekraven. Sedan några år tillbaka har man däremot slutat avsätta pengar till periodiseringsfonder eftersom det enligt företagets VD finns onödiga kostnader förknippade med detta. Inom en överskådlig framtid planerar företaget därför att endast återföra de belopp som avsatts sedan tidigare. Vidare värderar FMAB sina tillgångar och skulder till dess anskaffningsvärden. Varulagret värderas till 97 procent av verkligt värde (aktuellt inköpspris) med undantag för schablonmässig inkurans. Nämnas kan även sägas att man vid varulagervärderingen tillämpar först-in-först-ut-principen. Fordringar upptas på balansräkningen till de belopp de beräknas inflyta. Bolagets kassa förvaras på ett bankkonto som genererar tre procent i ränta.

Avslutningsvis kan konstateras att FMAB sköter sin redovisning i linje och enlighet med lagstadgade principer och krav. Inga uppenbara avvikelser, från det normala, kan ses i syfte att inverka på resultatet.

4.4 Finansiell analys

En finansiell analys, eller räkenskapsanalys, syftar till att bedöma ett företags resultat och ställning utifrån uppgifter som hämtats ur företagets redovisningssystem. Finansiella analyser görs av såväl internt inom företag som av externa intressenter. Utomstående aktörer som kan vara intresserade av ett företags finansiella situation är exempelvis långivare, aktieägare och leverantörer. Med hjälp av företags årsredovisningar kan lönsamhet, soliditet, tillväxt och effektivitet utredas. (Edenhammar et al, 2005) Företags prestation inom dessa fyra kategorier illustreras genom framräknandet av diverse så kallade nyckeltal.

De kanske viktigaste nyckeltalen är de som beskriver företagets lönsamhet. Mycket eftersom det är nödvändigt för dess överlevnad att ett företag måste kunna betala långivare, aktieägare och anställda. Till lönsamhetsmått hör räntabilitet på både eget och totalt kapital samt vinstmarginal (Thomasson et al, 2005)

Både FMAB:s räntabilitet på eget kapital, räntabilitet på totalt kapital och vinstmarginal har varierat över de senaste sju åren. Orsaken till detta är i första hand att FMAB:s omsättning och vinst varierat över åren, medan företagets tillgångar och eget kapital ökat i en ganska konstant takt. FMAB har ett krav från sina ägare att upprätthålla en vinstmarginal på 15 procent, vilket man tidvis klarat av under perioden. Att såväl räntabilitet som vinstmarginal minskat de senaste åren beror på att FMAB:s omsättning ökat kraftigt. (Se figur B och C i Appendix III: *Nyckeltal*)

Ett företags tillväxt illustreras av dess tillväxt i omsättning, vinst, eget kapital, totala tillgångar och antal anställda. Dessa nyckeltal har stigit med fast trend de senaste åren. Omsättningen, tillgångar och vinst bottnade alla under 2002 och alltsedan dess stigit.

Nyckeltal som visar finansiell balans, eller soliditet, syftar till att visa hur ett företag är finansierat. De visar företagets förmåga att överleva trots tillfälliga motgångar eller förluster. Om företaget inte är lönsamt kommer det inte att kunna betala räntekostnader och amorteringar. Det vanligaste soliditetsmåttet är kvoten av eget kapital och det totala kapitalet. Enligt Edenhammar et al (2005) ligger en normal soliditetssiffra kring 30-40 procent. Detta ska dock inte tolkas som att 60-70 procent av företaget utgörs av lånat kapital eftersom balansomslutningen även inkluderar kortfristiga skulder såsom leverantörsskulder, löneskulder, skatteskulder, uppskjuten skatt och liknande, vilka ofta utgör om kring en tredjedel av balansomslutningen. Denna siffra varierar dock eftersom olika företag är olika kapitaltunga. Verkstadsföretag brukar ha en lägre andel eget kapital än företag inom mindre kapitalintensiva branscher. Detta gäller dock inte FMAB som inte har några långfristiga skulder överhuvudtaget. Med anledning av detta har FMAB:s andel av balansomslutningen som består av eget kapital, som figur F i Appendix III visar, legat på omkring 60 procent under de senaste åren.

Ett annat soliditetsmått är, enligt Edenhammar et al (2005), räntetäckningsgrad som visar vilka marginaler företaget har för att klara av de finansiella kostnaderna resultatmässigt. Enligt Thomasson et al (2005) är ett bra riktvärde att räntetäckningsgraden bör vara åtminstone 4-5 gånger. Eftersom FMAB inte har några långfristiga skulder har företaget inte heller några räntekostnader att tala om. Detta är förklaringen till företagets mycket höga räntetäckningsgrad. Att räntetäckningsgraden varit 0 vissa år beror på att FMAB inte haft några finansiella kostnader överhuvudtaget dessa år.

Med likviditet menas enligt Thomasson et al (2005) företagets förmåga att infria sina betalningsförpliktelser i rätt tid. Det finns två olika likviditetsmått, kassalikviditet och balanslikviditet. Dessa mått visar hur stora ett företags mest likvida tillgångar, omsättningstillgångarna, är i förhållande till företagets kortfristiga skulder. Två tumregler är att kassalikviditetskvoten bör vara åtminstone ett, medan balanslikviditetskvoten bör vara minst två. Som synes av figur H i Appendix III: *Nyckeltal* har FMAB uppfyllt dessa kvoter under de flesta av de senaste åren.

Ett fjärde mått på ett företags finansiella balans är skuldsättningsgraden. Att FMAB:s skuldsättningsgradskvot har legat på långt under ett under de senaste åren är förstärkt naturligt eftersom företaget varken har eller haft några långfristiga skulder.

Effektivitetsmått syftar till att illustrera hur effektivt företagets verksamhet bedrivs. Exempel på sådana mått är genomsnittlig lager- och kredittid, lager- och kapitalomsättningshastighet samt genomsnittlig försäljning per anställd. Hur dessa mått ser ut beror väldigt mycket på vilket företag man har att göra med eftersom olika typer av företag är olika kapitalintensiva, olika beroende av lager etcetera. Historiskt sett har kapitalomsättningshastigheten varit konstant, vilket innebär att företaget ökar sina tillgångar i takt med omsättningen. Detta måste anses vara bra. Däremot har lagrets omsättningshastighet minskat de senaste åren, vilket innebär att FMAB binder mer kapital i lager. Detta är naturligtvis ingenting att eftersträva. Såväl den genomsnittliga lagringstiden som den genomsnittliga kredittiden har varierat från år till år, varför inga direkta slutsatser kan dras ifrån dessa data.

5 Variabelskattning och värdering

5.2 Värdering

Allting är nu klart för att utföra själva värderingarna. För att kunna bestämma de båda bolagsvärdena måste ett antal variabler skattas. Vid ett första ögonkast kan det tyckas naturligt att förlita sig på den nuvarande ägarens uppfattning om målföretaget, utan att själv skapa sig en bild av situationen och framtiden, då dessa skattningar görs. AW har satt upp tämligen tydliga krav/målsättningar för hur FMAB:s verksamhet förväntas se ut i framtiden och det hade därför varit enkelt att basera skattningen av FMAB:s befintliga värde på dessa målsättningar. Då det är vanligt att ägarna ser de bästa utsikterna för sitt företag tenderar dock en värdering baserad enbart på ägarens framtidstro att bli den mest optimistiska.

Denna studie blir också irrelevant om de båda värderingarna inte baseras på objektiva bedömningar. Författarna har för att kunna basera värderingen på så korrekta kassaflöden som möjligt valt att genomföra en omfattande fundamental analys av FMAB, vilken ligger till grund för variabelskattningen i de båda scenarierna. En viktig faktor när en (värderings)jämförelse skall göras är dessutom att objekten/faktorerna i sig själva är jämförbara med varandra. Utan detta kommer inte en jämförelse att kunna leda till några signifikanta slutsatser. Det skulle därför inte vara relevant att jämföra två scenarier som bygger på två olika uppfattningar av verkligheten. En proformamodell som bygger på antaganden om *högre* tillväxt än vad verkligheten tillåter, kommer naturligtvis att presentera ett högre prognostiserat bolagsvärde, men det kommer alltså inte att vara signifikant att jämföra med. I syfte att illustrera hur subjektiviteten av variabelskattningen påverkar bolagsvärdet har författarna i Appendix X genomfört en värdering med utgångspunkt från ägarens (AW:s) framtidstro.

Nedan följer skattningen av väsentliga variabler, samt beräkningen av aktuellt bolagsvärde, i respektive scenario.

5.3 Scenario I: FMAB:s nuvarande bolagsvärde

5.3.1 Variabelskattning

Försäljningstillväxt

Som framgår av avsnitt 4.1.3 *Företagets externa miljö – Makroanalys* följer FMAB konjunkturutvecklingen med något års fördröjning. Det är utifrån denna omständighet rimligt att anta att bolaget kommer att uppleva en fortsatt god tillväxt i ytterligare två år. Företag har under en lång tid växt i en högre takt än vad IGR-måttet tillåter. Författarnas antagande är att FMAB lyckas göra det också under åren 2009 och 2010 då man fortfarande upplever en god konjunktur och fortfarande kan frigöra kapacitet i produktionen (genom att införa flerskift, "outsourca" större delar av tillverkningen etcetera). År 2011 förväntas dock konjunkturen komma ikapp FMAB. Detta inträffar samtidigt som en av dess rutinerade säljare går i pension (se avsnitt 3.1 *Strategisk analys*) och företagets kapacitetstak börjar nås. Detta kommer, allt sammantaget, att få effekt på bolagets tillväxt. Det antas dock fortfarande finnas en tillräckligt stor marknad för att täcka en tillväxttakt som motsvarar IGR-måttet för det aktuella året.

I enlighet med trestegsmodellen antas omsättningens tillväxttakt från och med år 2012 avta i en jämn takt för att år 2016 gå in i steadystate-läget. Som tidigare nämnts antas i normala fall att företaget i detta läge växer i samma takt som inflationen. Damodaran (2002) menar att vissa företag växer snabbare och att vissa bolag växer långsammare än ekonomin i sin helhet. Enligt avsnitt 4.1.3 *Analys av företagets externa miljö* lider FMAB, under AW:s ägo, av en eftersatt teknisk utveckling. Utifrån denna omständighet är det rimligt att anta att man kommer att växa långsammare än ekonomin. Riksbankens inflationsmål gör gällande att konsumentprisindex (KPI), med tolerans för en procentenhets variation åt vardera hållet, ökar med två procent årligen.⁹ Med anledning av detta resonemang sätts tillväxttakten i steadystate-läget till en procent, det vill säga en procentenhet *lägre* än inflationsmålet. Om tillväxttakten skall avta med lika mycket varje år under anpassningsfasen innebär det att tillväxttakten mellan år 2011 och 2016 minskar med 34,54 procent årligen.¹⁰ Med utgångspunkt från detta resonemang antas variabeln försäljningstillväxt år 2008 till 2016 anta de värden som återfinns i tabell 5.1.

Tabell 5.1: Årlig försäljningstillväxt i scenario I

Antaganden	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Försäljningstillväxt	11,0%	10,0%	9,0 %	8,3 %	5,5 %	3,6 %	2,3 %	1,5 %	1,0 %

Försäljningskostnader (Råvaror)

För år 2008 används FMAB:s budgeterade värden. Enligt avsnitt 4.1.3 *Analys av företagets externa miljö* och priserna på 18-månaders future-kontrakt för metaller vid London Metal Exchange¹¹ är det rimligt att anta att metallpriserna kommer att stiga under de närmaste 18 månaderna. Det är omöjligt att veta hur mycket detta faktum kommer att påverka FMAB, men författarna gör antagandet att prisökningarna medför att råvarukostnadernas andel av omsättningen ökar från 43 procent år 2008 till 45 procent år 2009. Efter år 2009 antas råvarukostnadernas andel av omsättningen ligga kvar på denna nivå.

Försäljningskostnader (Externa)

Enligt avsnitt 3.1 *Strategisk analys* förväntas den andel av FMAB:s försäljning som utgörs av AG:s maskiner öka. Eftersom FMAB endast erhåller en lägre premie vid försäljning av AG:s produkter har företaget en lägre marginal på dessa maskiner. Den ökade försäljningen av AG:s maskiner kommer med andra ord att sänka FMAB:s vinstmarginal. Detta symboliseras i detta scenario (i proformamodellen) genom att de externa försäljningskostnaderna ökar med tiden.

Försäljningskostnader (Personal)

För år 2008 används FMAB:s budgeterade värden. I dessa budgeterade kostnader ingår, enligt Sonja Johansson, anställandet av ytterligare två försäljare. År 2009 kommer lönekostnaderna att öka med fem procent¹² jämfört med 2008 års kostnader. Detta år behöver dessutom ytterligare två personer anställas inom produktionen för att AW:s krav på ökad omsättning skall kunna tillgodoses. Om varje produktionsmedarbetare antas ha en lön på 22 000 kronor per månad och att denna lön betalas ut tretton gånger per år samtidigt som arbetsgivaravgiften ligger på 32,42

⁹ Internetkälla: Riksbanken (2008).

¹⁰ .

¹¹ Internetkälla: London Metal Exchange (2008).

¹² Enligt FMAB:s lönepolicy.

procent blir 2009 års totala personalkostnader 14 230 000 kronor. Det bästa antagande som kan göras för personalkostnadernas storlek efter år 2009 är att kvoten mellan dessa och nettoomsättningen hålls konstant. Detta baseras på att FMAB nu har full beläggning på varje produktionsmedarbetare.

Avskrivningstakt, inventarier och ombyggnad

Enligt avsnitt 4.2 *Redovisningsanalys* använder sig FMAB av en linjär avskrivningsmetod. Det viktade medelvärdet för inventariernas och ombyggnationernas avskrivningstakt under de fem senaste åren är nio procent respektive fem procent av det genomsnittliga anskaffningsvärdet, det vill säga hälften av ingående och utgående värde. Enligt Sonja Johansson är det mest rimliga antagandet att detta fortsätter.

Utlåningsränta (ränteintäkter) och Inlåningsränta

Enligt Sonja Johansson har FMAB tre procents ränta på det konto på vilket man förvarar bolagets kassa. Det är rimligt att antaga att så kommer vara fallet också i framtiden. FMAB har inga långfristiga skulder, varför det inte finns någon anledning att skatta någon framtida inlåningsränta.

Skattesats

Enligt Skatteverket¹³ är bolagsskatten för tillfället 28 procent. Det mest rimliga antagande som kan göras är att skattesatsen ligger på denna nivå också i framtiden.

Anläggningstillgångar/omsättning

För 2008 års budget ska 1,5 miljoner investeras. I och med detta motsvarar anläggningstillgångar, netto, 7,7 procent av omsättningen för det aktuella året. Författarna antar att detta förhållande står sig också över åren 2009 och 2010. Efter denna period förutsätter vi att den aktuella kvoten kvarstår på samma nivå. Historisk sett har tillgångarna ökat i takt med omsättningen (se figur E i Appendix III: *Nyckeltal*)

Kassa & Bank

Posten *Kassa & Bank* används som så kallad pluggvariabel, vilket innebär att denna justerar så att balansräkningens båda sidor är lika stora. Nilsson et al, (2002) diskuterar begreppet pluggvariabel och klargör att posten *Långfristiga skulder* i de flesta fall används som sådan. FMAB har dock inga räntebärande skulder, vilket gör att posten *Kassa & Bank* är mer lämplig för ändamålet. Pluggvariabeln är beräknad till att alltid vara lika med *Skulder & Eget kapital* minus summan av *Anläggningstillgångar (netto)*, *Varulager* och *Kortfristiga fordringar*.

Omsättningstillgångar (exklusive Kassa & Bank)

Till omsättningstillgångarna räknas i detta fall *Varulager* och *Kortfristiga fordringar*. *Kassa & Bank* är exkluderad. Det viktade medelvärdet, baserat på 2003 till 2007 års resultat- och balansräkningar, för kvoten mellan omsättningstillgångarna och nettoomsättningen är 33,4 procent. Detta antas gälla även i framtiden.

¹³ Internetkälla: Skatteverket (2008).

Avsättning/omsättning

FMAB avsätter en del av vinsten varje år för att kunna möta de garantiåtaganden företaget har gentemot sina kunder. Det viktade medelvärdet för denna kvot, baserat på 2003 till 2007 års resultat- och balansräkningar, är 0,2 procent. Detta antas gälla i framtiden.

Utdelningsandel

Enligt Sonja Johansson finns ingen vedertagen policy för hur stor del av årets resultat som FMAB:s styrelse beslutar att dela ut. Ett rimligt antagande skulle vara att även här använda det viktade medelvärdet av 2003 till 2007 års utdelningsandelar. Damodaran (2002) illustrerar dock ett samband mellan omsättningstillväxt och utdelning. Detta samband gör gällande att utdelningen ökar i takt med att företag rör sig mot steady-state, det vill säga då tillväxttakten avtar. Hur stor utdelningsandelen är respektive år är ett beslut lämnat åt FMAB:s styrelse, varför de värden som används här endast är grova, och godtyckliga, uppskattningar. Den proformakonstruktion som använts i denna studie har inte fastställt tillväxttakten för företaget utefter utdelningsandelen, utan istället efter den fundamentala analys som genomförts. Författarna anser att det snarare bör vara den externa marknaden som fastställer ett bolags tillväxt och inte ett internt mått. Utdelningsandelen påverkar därför enbart kvarhållna vinstmedel och följaktligen balanserad vinst, men däremot inte kassaflödena. Och det är just kassaflöden som denna värdering baseras på.

Kortfristiga skulder/omsättning

Det viktade medelvärdet, baserat på 2003 till 2007 års resultat- och balansräkningar, för kvoten är 20 procent. Detta antas hålla även i framtiden.

Obeskattade reserver

Eftersom FMAB slutat att avsätta pengar till periodiseringsfonder (se avsnitt 4.2 *Redovisningsanalys*) antas att sådana avsättningar inte kommer att göras i framtiden. De pengar som år 2008 ligger i periodiseringsfonder återförs i jämn takt över en treårsperiod. Angående bolagets överavskrivningar antas att FMAB inte använder sig av sådana efter år 2007.

5.3.2 Skattning av diskonteringsränta

Marknadsriskpremie

Det finns, som tidigare nämnt, flera metoder för att skatta riskpremien. Varje metod har naturligtvis sina för- och nackdelar. Denna uppsats har valt att se till en rapport som Öhrlings

Tabell 5.2: Riskpremietillägg (Källa: Öhrlings PWC 2008)

Storlek	Riskpremietillägg 2008-02-01
Börsvärde 5 000 MSEK	0,6 %
Börsvärde 2 000 MSEK	1,3 %
Börsvärde 500 MSEK	2,5 %
Börsvärde 100 MSEK	3,9 %

PriceWaterhouseCoopers årligen genomför (se figur 5.2). Undersökningen visar att riskpremien på den svenska aktiemarknaden idag uppskattas till 4,9 procent. Man tillämpar normalt också ett riskpremietillägg för mindre bolag, då CAPM-modellen sägs underskatta risken i dessa bolag. Premien syns i tabellen till höger.

Författarna har genom preliminära bedömningar genom proformamodellen, samt indikerande multiplar, sett tendenser som pekar på ett bolagsvärde lägre än 100 miljoner kronor

(riskpremietillägg 3,9 procent). Detta tillägg inkluderar också den illikviditetsrabatt som kan yrkas för mindre bolag. Detta bidrar också till att värderingen blir försiktig.

Kapitalstruktur

Författarna väljer att fastställa och definiera FMAB:s kapitalstruktur utifrån begreppet sysselsatt kapital, det vill säga genom att enbart se till räntebärande skulder som främmande kapital. Detta besluts togs delvis efter att författarna varit i kontakt med Aswath Damodaran som påpekade faktumet. Också Mikael Gunnarsson (2008) bekräftade att räntebärande skulder är det enda att betrakta som främmande kapital. De menar på att det i själva verket är en god strategi av företag att använda kortfristiga skulder som ett sätt att finansiera sin verksamhet eftersom att detta inte kostar något (i form av ränta) och att man dessutom kan dröja med betalningen en tid innan det tillkommer kostnader. Nu yrkar naturligtvis inte författarna på att försenade betalningar är något bra, men begreppet soliditet används alltså *inte* till att fastställa kapitalstrukturen. Carnegie menar dessutom att detta begrepp är alltför påverkat av bokföringstekniska åtgärder, vilka med lätthet kan manipuleras.

Betavärde

Även för att skatta betavärdet finns flera metoder som beskrivits. Initialt ville författarna beräkna ett bokföringsmässigt beta genom att regressera exempelvis intäkter eller resultatet för bolaget över tid gentemot OMX-noterade bolag. Enligt Joakim Fredriksson vid NASDAQ OMX var detta dock inte möjligt att göra eftersom OMX inte samlar denna information på ett överskådligt sätt. Istället uppskattades ett beta genom bottom-upmetoden, vilket innebär att värderaren ser till jämförbara företag och/eller industri vari målföretaget är verksamt. Läsaren bör för det första vara införstådd med den kritik som både CAPM och beta har mot sig idag, vilket kortfattat redogjorts för tidigare. Betavärden mäter marknadsrisken för ett företag och således inte den *totala risken* som en investerare utsätter sig för. Effekten av detta blir därför att små bolag, som är noterade på börsen, också ofta har ett lågt betavärde eftersom dess verksamhet inte nödvändigtvis är korrelerad till börsen. Betavärdet blir därmed ingen bra indikator på den risk en investerare utsätter sig för genom att investera i ett litet bolag. Även om marknadsriskpremien är hög, bidrar ett lågt betavärde till att investeraren endast får en bråkdel av marknadspremien som pålägg utöver riskfri ränta. Istället bör jämförbara bolag vara av det större slaget, men fortfarande inom rätt sektor (industri, tillverkning). Enligt Mikael Gunnarsson (2008), tidigare chef för företagsvärdering på Carnegie, är Atlas Copco, Sandvik och Volvo lämpliga som bolag att estimerar ett beta från. Gunnarsson menar vidare att dessa bolags beta är mer signifikant att jämföra med än något annat mindre bolag, just med hänsyn taget till ovanstående problematik. Tilläggs bör också att en investerare sällan är att betrakta som fullt diversifierad, varför betavärdet ändå ger ett lågt mått på risken för en investerare.

Betavärdet för dessa bolag justerades sedan för respektive bolags kapitalstruktur och det genomsnittliga värdet blev drygt 0,77 för det obelånade betavärdet. Ovannämnda variabler och parametrar matades in i CAPM-modellen och resulterade i ett obelånat avkastningskrav(R_U) på drygt 11,9 procent. Då FMAB under AW:s ägande inte har några räntebärande skulder, blir också diskonteringsräntan densamme som det obelånade avkastningskravet. Ingen förändring av detta kan heller skönjas i framtiden varför diskonteringsräntan hålls till 11,9 procent även framåt.

5.3.3 Estimerat bolagsvärde

Beräknat bolagsvärde i scenario I uppgår till drygt 24,3 miljoner kronor, vilket framgår av Appendix VII: *Proformamodell II (Scenario I)*.

5.4 Scenario II: FMAB:s bolagsvärde efter genomförd MBO

5.4.1 Variabelskattning

Försäljningstillväxt

Som grund för denna andra värdering ligger i princip samma antaganden som i den första värderingen. Den tillväxttakt som antas råda i steadystate-läget samt anpassningsfasen dessförinnan skiljer sig dock. Eftersom FMAB, då man är fristående, tillåts satsa ordentligt på teknisk utveckling antas att bolaget lyckas hålla en tillväxttakt som motsvarar inflationen då man når det långsiktiga tillväxtläget. Om tillväxttakten skall avta med lika mycket varje år under anpassningsfasen innebär det att tillväxttakten mellan år 2011 och 2016 minskar med 24,81 procent årligen.¹⁴ Med utgångspunkt från detta resonemang antas variabeln *Försäljningstillväxt* år 2008 till 2016 anta de värden som återfinns i tabell 4.3.

Tabell 5.3: Årlig försäljningstillväxt i scenario II

Antaganden	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Försäljningstillväxt	11,0%	10,0%	9,0 %	8,3 %	6,3 %	4,7 %	3,5 %	2,7 %	2,0 %

Försäljningskostnader (Externa)

I det fall FMAB bryter sig loss från AG kommer man inte att producera och sälja den VRS-maskin som diskuteras i avsnitt 3.1.1 *Branschanalys*. Utifrån detta riskerar man inte att drabbas av en sänkt vinstmarginal av just denna anledning. Posten *Försäljningskostnader (Externa)* hålls därför konstant på 17,5 procent av omsättningen.

Utdelningsandel

I detta scenario finns ingen satt policy för hur stor utdelningen skall vara. Detta är heller inget som påverkar resultatet i denna studie då en direkt ansats valts. Med anledning av detta sätt utdelningsandelen schablonmässigt till 50 procent.

Utlåningsränta (Ränteintäkter)

Om FMAB bryter sig loss från AG kan bolagets *Kassa & Bank* investeras på ett annat sätt än tidigare. Exempelvis kan företaget få högre avkastning på pengarna utan att behöva utsätta sig för en större risk. En placeringsomläggning påverkar förvisso inte de fria kassaflödena och bolagsvärdet, men en ökad avkastning är förstås ändå av positiv natur i och med att FMAB skulle kunna använda överskottspengarna till framtida investeringar. Enligt Riksgälden¹⁵ är räntan på tioåriga statsobligationer för närvarande 4,11 procent. Antagandet görs att halva andelen Kassa & bank investeras i sådana obligationer och att halva kassan hålls kvar på det nuvarande bankkontot. Detta antagande görs utifrån att FMAB:s kassalikviditet, enligt figur H i Appendix III: *Nyckeltal*, överstiger 200 procent.

¹⁴

¹⁵ Internetkälla: Riksgälden (2008).

Övriga variabler

Samtliga övriga variabler bestäms i enlighet med avsnitt 5.2.1 *Variabelskattning*, det vill säga på samma sätt som i *scenario I*.

5.4.2 Skattning av diskonteringsränta

Diskonteringsräntan skattas på samma sätt som i avsnitt 5.2.2 *Skattning av diskonteringsränta*. Skillnaden här blir istället att kapitalstrukturen nu består av 40 procent räntebärande skulder, på grund av det nystartade holdingbolagets upptagna skuldsättning för att köpa FMAB. Då holdingbolaget endast är ett skalbolag till FMAB och därigenom också finansierar hela FMAB:s verksamhet, måste också diskonteringsräntorna för FMAB i detta scenario ta hänsyn till holdingbolagets kapitalstruktur. På detta sätt diskonteras, enligt Nilsson et al (2002) FKFF inte längre till r_U , utan till den genomsnittliga kapitalkostnaden, r_{WACC} , och FKFA diskonteras till r_E . FMAB:s målsatta kapitalstruktur är att inte ha några långfristiga lån. I samband med utköpet tvingas företaget dock uppta viss belåning. Dessa amorteras av på fem år, vilket medför att kapitalstrukturen, såväl som r_{WACC} , förändras från år till år. Sambandet illustreras i Appendix V: *Skattning av diskonteringsränta*. Diskonteringsräntan, r_{WACC} , för varje år återfinns i tabell 5.4.

Tabell 5.4: Diskonteringsränta i scenario II

Diskonteringsräntor	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
WACC	9,90 %	10,29%	10,69%	11,09%	11,49%	11,89%	11,89%	11,89%	11,89%

5.4.3 Estimerat bolagsvärde

Beräknat bolagsvärde i scenario II uppgår till drygt 29,9 miljoner kronor, vilket framgår av Appendix VIII: *Proformamodell III (Scenario II)*.

6 Resultat och analys

6.2 Studiens resultat

Delfrågeställning 1: Vad är värdet av FMAB idag?

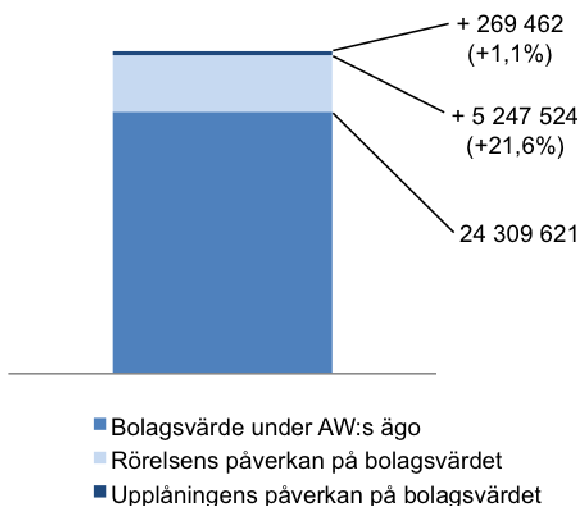
FMAB:s nuvarande värde, baserat på att AW kvarstår som ägare, kallat scenario I, har beräknats till drygt **24,3 miljoner kronor**. Detta värdes rimlighet kan till viss del kontrolleras genom tillämpandet av så kallade värderingsmultiplar. Enligt Daniel Utbult kan relationen mellan bolagsvärdet och det aktuella bolagets resultat före skatt (EBT) fungera som en indikator på huruvida det framräknade värdet är rimligt. Värdet på företag av FMAB:s typ bör i sådana fall vara tre till fem gånger så stort som resultatet före skatt. I detta fall är FMAB:s värde 3,56 gånger så stort som 2007 års resultat före skatt. Det genom DCF-metoden beräknade värdet tycks med andra vara rimligt.

Delfrågeställning 2: Vad skulle värdet av FMAB vara efter en MBO?

FMAB:s prognostiserade värde, baserat på att AW *inte* kvarstår som ägare, kallat scenario II, har beräknats till drygt **29,8 miljoner kronor**. Detta värde är 4,34 gånger så stort som 2007 års resultat före skatt och får utifrån detta mått anses vara rimligt för ett företag av FMAB:s typ.

Huvudfrågeställning: Hur påverkas FMAB:s företagsvärde av en MBO?

Som framgår av ovanstående redogörelse skiljer sig de båda beräknade bolagsvärdena åt. Om FMAB skulle få möjlighet att arbeta fritt och foga över sina egna resurser skulle företaget enligt denna studie vara kapabla att öka bolagsvärdet med drygt **5,6 miljoner kronor, en ökning med cirka 23 procent**. Figur 5.1 visar hur stor del av bolagets värdeökning som orsakas av den förändrade styrningen av rörelsen respektive av upplåningen.



Figur 6.1: Nedbrytning av FMAB:s bolagsvärde

6.3 Analys: Jämförelse av scenario I och scenario II

Varför bolagsvärdet i de båda scenarierna skiljer sig kommer att klargöras i detta avsnitt. Tre faktorer har identifierats som relevanta att diskutera:

- Teknisk utveckling
- Vinstmarginal
- Diskonteringsränta

Teknisk utveckling

I avsnitt 4.2.3 *Analys av företagets externa miljö* framgår att FMAB under AW:s ägo lider av en eftersatt teknisk utveckling. I enlighet med avsnitt 4.5.3.1 *Variabelskattning* illustreras detta faktum genom antagandena för bolagets långsiktiga försäljningstillväxt, det vill säga tillväxten i steadystate-läget. Vad som konkret skiljer de båda scenarierna åt är att FMAB:s försäljning antas växa i samma takt som inflationen i scenario II, medan den antas växa långsammare än inflationen i scenario I. Tillväxttakten, över tid, i de båda scenarierna framgår av tabell 5.1 som härrör från de båda proformamodellerna i Appendix VII och Appendix VIII.

Tabell 6.1: Jämförelse av försäljningstillväxt

Försäljningstillväxt	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate	Bolagsvärde (Mkr)
Scenario I	11,0%	10,0%	9,0 %	8,3 %	5,5 %	3,6 %	2,3 %	1,5 %	1,0 %	24,3
Scenario II	11,0%	10,0%	9,0 %	8,5 %	6,3 %	4,7 %	3,5 %	2,7 %	2,0 %	29,8

En illustration av hur känsliga de båda bolagsvärdena är för förändringar i den antagna årliga tillväxttakten görs i nedanstående känslighetsanalys.

Vinstmarginal

Till grund för diskussionen kring FMAB:s framtida vinstmarginal ligger det faktum att AW förväntar sig att FMAB ska utöka den andel av sin försäljning som utgörs av AW:s produkter, främst den så kallade VRS-maskinen. I dagsläget, när FMAB i princip har full beläggningsgrad, är detta att betrakta som en nackdel. Anledningen till detta är att marginalen på VRS-maskinen, och AW:s övriga produkter, är lägre än på FMAB:s egna maskiner. Detta har författarna valt att illustrera genom att öka de externa kostnaderna i takt med att den relativa försäljningen av AW:s maskiner ökar (se avsnitt 4.5.3.1 *Variabelskattning*).

Det faktum att vinstmarginalen sjunker generellt under AW:s ägo är förstås ett problem för FMAB. Då vinstmarginalen sjunker minskar den andel av varje omsatt krona som blir ren vinst, vilket i sin tur medför att de fria kassaflödena till aktieägarna blir mindre varpå bolagsvärdet sjunker. Försäljningskostnader (Externa), över tid, i de båda scenarierna framgår av Tabell 5.2 som härrör från de båda proformamodellerna i Appendix VII och Appendix VIII.

Tabell 6.2: Jämförelse av externa kostnader

Externa kostnader	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate	Bolagsvärde (Mkr)
Scenario I	17,5%	17,5%	17,5%	18,0%	18,0%	18,0%	19,0%	19,0%	19,0%	24,3
Scenario II	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	29,8

En illustration av hur känsliga de båda bolagsvärdena är för förändringar i de antagna årliga försäljningskostnaderna görs i nedanstående känslighetsanalys.

Som framgår av figur C i Appendix III: *Nyckeltal* sjunker också vinstmarginalen i scenario II mellan år 2008 och år 2010. Detta beror på tre faktorer. För det första ökar personalkostnadernas

andel av omsättningen och för det andra ökar råvarukostnadernas andel av omsättningen. Utöver detta slutar FMAB att återföra pengar från periodiseringsfonder, varför resultatet minskar.

Diskonteringsränta

Den tredje faktor som skiljer scenario I från scenario II är den ränta som de fria kassaflödena ska diskonteras med. Denna varierar till följd av att den kapitalstruktur som diskonteringsräntan baseras på skiljer sig åt mellan de båda scenarierna. I scenario I används FMAB:s kapitalstruktur som grund för beräkningen av diskonteringsräntan. Eftersom FMAB inte har några långfristiga skulder kommer kassaflödena att diskonteras med FMAB:s r_U . I scenario II däremot baseras beräkningen av diskonteringsräntan på FMAB:s holdingbolags kapitalstruktur. Eftersom holdingbolaget tar på sig räntebärande skulder för att klara av utköpet av FMAB kommer kassaflödena att diskonteras med r_{WACC} . De använda kapitalstrukturerna är inte optimala. Detta beror på Sonja Johanssons negativa inställning till räntebärande skulder. Diskonteringsräntan, över tid, i de båda scenarierna framgår av Tabell 5.3 som härrör från de båda proformamodellerna i Appendix VII och Appendix VIII.

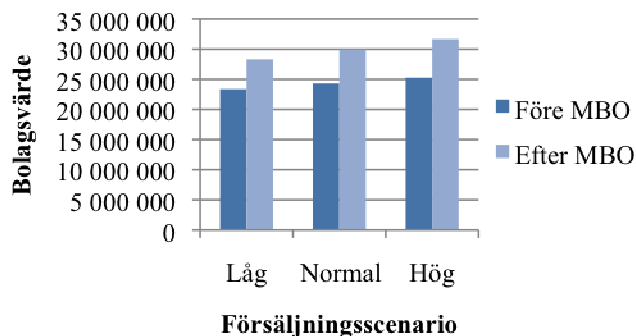
Tabell 6.3: Jämförelse av diskonteringsräntor

Diskonteringsränta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate	Bolagsvärde (Mkr)
Scenario I	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	24,3
Scenario II	9,9%	10,3%	10,7%	11,1%	11,5%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	29,8

En illustration av hur känsliga de båda bolagsvärdena är för förändringar i den antagna diskonteringsräntan görs i nedanstående känslighetsanalys.

6.4 Känslighetsanalys

Alla kvantitativa studier och värderingar gör gott av att genomgå en känslighetsanalys där de slutgiltiga värdena prövas med avseende på förändringar i olika underliggande variabler. Detta är särskilt viktigt vid en värdering som är att betrakta som subjektiv. Författarna är måna om att utvärdera subjektivitetens påverkan på bolagsvärdet och har därför valt att testa de tre variabler som diskuterats ovan; försäljningstillväxt, kostnadsnivåer och slutligen diskonteringsränta. Dessa tre är vad som huvudsakligen underbygger de beräknade värdena. Gemensamt för körningar som görs i denna känslighetsanalys är att både bolagsvärdet före och efter en genomförd MBO har observerats. I övrigt bör också noteras att endast en variabel testas åt gången, det vill säga att de övriga variablerna hålls konstanta på en normaliserad nivå då den tredje variabelns känslighet prövas. Analysen av respektive variabels känslighet har begränsats till tre möjliga utfall: *låg*, *normal* och *hög*. I känslighetsanalysen är det också möjligt att jämföra hur de båda scenariernas värden påverkas av olika utfall.



Figur 6.1: Bolagsvärde vid ändrat försäljningsscenario

För den första körningen sattes försäljningstillväxten som den beroende variabeln. Varje utfall (högt och lågt) representerade en förändring om 20 procent för varje års prognostiserade tillväxt. Det vill säga, om tillväxten för 2008 tidigare var 11 procent blev den nu $11 \text{ procent} \times 1,20 = 13,2$ procent etcetera. Som framgår av figur 5.2 justerar försäljningstillväxten inte bolagsvärdet i någon större omfattning. Vad som kan sägas är dock att skillnaden i bolagsvärde är större ju högre försäljningstillväxttakten är. Detta beror på att vinstmarginalen är högre i scenario II, varför en större andel av varje omsatt krona blir ren vinst. Att förändringen är relativt liten kan främst hänföras till att proformamodellerna är byggd på ett sådant sätt att kostnaderna ökar i samma takt som försäljningen ökar. En tabell med de exakta värdeförändringarna återfinns i Appendix IX: *Känslighetsanalys*.

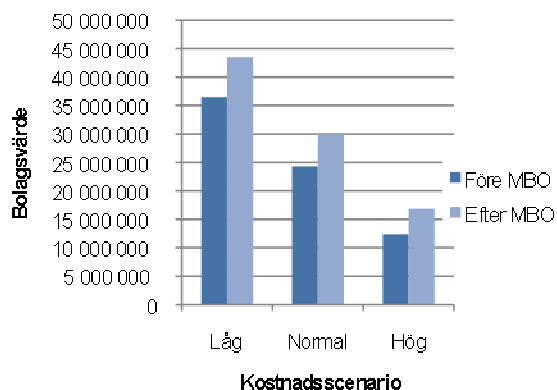
För den andra körningen testades kostnadernas inverkan på bolagsvärdet. För FMAB finns i huvudsak tre kostnader att räkna med; råvarukostnader, personalkostnader och övriga externa kostnader. För ändamålet av denna känslighetsanalys testades de första två eftersom dessa av författarna upplevdes som de mest utsatta för oväntade förändringar. Förändringen i varje utfall (högt och lågt) var här fem procent, jämfört mot tidigare 20 procent. Vad som kan sägas här är

att skillnaden i bolagsvärde är större (i absoluta tal) ju lägre försäljningskostnaderna är. Detta kan återigen hänföras till skillnaden i vinstmarginal mellan de båda scenarierna. Inverkan gör också att proformamodellerna är byggda på ett sådant sätt att kostnaderna följer omsättningens utveckling. På detta sätt kommer en ökad kostnad att kunna justeras genom en känslighetsanalys utan att omsättningen ökar. Som framgår av figur 5.3 justerar försäljningskostnaderna därmed bolagsvärdet i stor omfattning. En tabell med de exakta värdeförändringarna återfinns i Appendix IX: *Känslighetsanalys*.

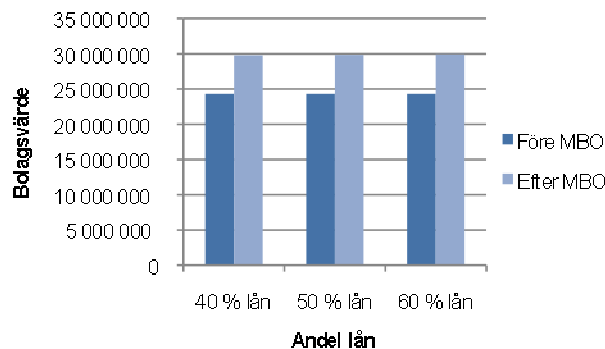
Den tredje körningen höll diskonteringsräntan som den beroende variabeln. I scenario I diskonteras kassaflödena med r_U i samtliga utfall. Vad som varierar är istället diskonteringsräntan i scenario II, r_{WACC} . Denna korrigeras med hänsyn till FMAB:s holdingbolags kapitalstruktur, det vill säga utifrån hur stor andel av utköpet av FMAB som

finansieras med lån respektive eget kapital.

Grovt kan sägas att ju större andel av utköpet som finansieras med lån desto lägre blir r_{WACC} och desto högre blir bolagsvärdet. Nu stämmer inte detta helt och hållet eftersom lånekostnaden, och följaktligen r_{WACC} , tenderar att



Figur 6.2: Bolagsvärde vid ändrat kostnadsscenario



Figur 6.3: Bolagsvärde vid ändrad kapitalstruktur i holdingbolaget

stiga då en verksamhet blir *alltför* skuldtungd. Detta har för enkelhetens skull inte byggts in i denna proforma-modell. Lånekostnaden antas därmed vara konstant oavsett belåningsgrad. Kapitalkostnaden r_E stiger, men detta är inte heller intressant eftersom det är värdet av hela rörelsen, och inte av aktiekapitalet, som är av intresse.

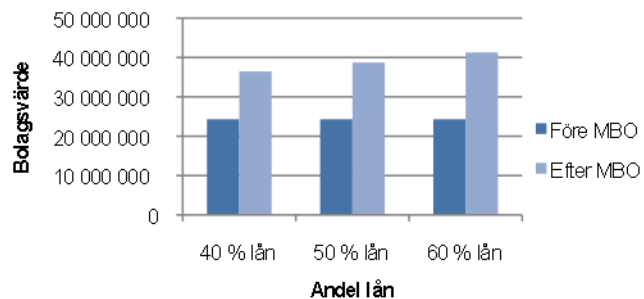
Av figur 5.4 framgår att skillnaden mellan bolagsvärdena i de båda scenarierna blir större ju större andel av utköpet av FMAB som finansieras med lån. Att skillnaden är så pass liten mellan de olika utfallen beror på att det tagna lånet amorteras av över en femårsperiod,

varför effekten av lånet blir liten.

Upplåningens påverkan på bolagsvärdet

skulle dock bli betydligt större om FMAB:s holdingbolag skulle hålla kvar vid den ”nya” kapitalstrukturen. Detta illustreras av figur 5.5. En tabell med de exakta värdeförändringarna återfinns i Appendix IX: *Känslighetsanalys*.

Sammanfattningsvis kan sägas att de tre testade variablerna påverkar bolagsvärdena i olika stor utsträckning. Författarna vill lyfta fram hur subjektiv en bolagsvärdering *de facto* är och att väldigt olika utfall fås beroende på vilka grundläggande antaganden som görs. Trots detta kan konstateras att skillnaden i bolagsvärde mellan de båda scenarierna består. Exempelvis skulle kunna hävdas att AW, genom att hjälpa FMAB in på den Sydamerikanska marknaden, skulle kunna höja FMAB:s omsättning och värde väsentligt. Genom detta skulle kunna hävdas att FMAB:s bolagsvärde rent utav skulle vara *högre* i scenario I än i scenario II. Av figur 5.2 framgår dock att även om försäljningen i scenario I skulle vara 20 procent *högre* än normalfallet och försäljningen i scenario II skulle vara 20 procent *lägre* än i normalfallet, skulle bolagsvärdet fortfarande vara högre i scenario II. Ett omvänt resonemang skulle kunna föras gällande försäljningskostnadernas påverkan på bolagsvärdet. Om försäljningskostnaderna skulle vara fem procent lägre än i normalfallet i scenario I samtidigt som de ligger på en normal nivå i scenario II skulle alltså bolagsvärdet vara lägre i scenario II än i scenario I. En sådan situation är dock av flera skäl inte trolig eftersom varken personal- eller råvarukostnaderna torde kunna skäras ned. Personalen nyttjas redan idag till max, varför det blir svårt att minska personalkostnaderna utan att också minska produktionen. Vad gäller råvarukostnaderna är dessa extern styrda och ingenting som interna styrmedel kan kontrollera.



Figur 6.4: Bolagsvärde vid permanent ändrad kapitalstruktur i holdingbolaget

7 Slutsats och förslag till fortsatta studier

7.1 Slutsats

”Det främsta syftet med denna uppsats är att jämföra FMAB:s nuvarande bolagsvärde med dess prognostiserade värde efter genomförd MBO. Ett vidare syfte är att illustrera hur en värdering av ett noterat bolag kan gå till i praktiken.”

Ovanstående är, sedan tidigare, författarnas uttalade syfte med denna studie. Som framgår av kapitel 6 *Resultat och analys* beräknas FMAB:s prognostiserade värde efter genomförd MBO vara 5,6 miljoner kronor (cirka 23 procent) högre än bolagets nuvarande värde. Författarna använder i denna uppsats bolagsvärdet som måttstock för att avgöra om den nuvarande ägarstrukturen är optimal samt om ett utköp av FMAB skulle vara gynnsamt eller ej, sett ur FMAB:s lednings och personals perspektiv. Utifrån detta kan konstateras att ett utköp av FMAB skulle vara att betrakta som gynnsamt eftersom att bolagsvärdet, enligt författarnas beräkningar, ökar.

Känslighetsanalysen har påvisat att de framräknade bolagsvärdena omfattas av ett visst mått av osäkerhet. I den meningen kan det vara förhastat att dra generella slutsatser från studien på grund av den omfattande variabelskattningen som görs inför en värdering. En sådan skattning påverkas naturligtvis väldigt mycket av målföretaget i fråga och dess karaktäristika, varför en värdering aldrig blir något generellt tillämbart mellan företag. Som tidigare nämnts, ser författarna flera faktorer som pekar på att det finns en inneboende potential i FMAB, vilka skulle ha potential att blomma ut om styrningen av bolaget förändrades.

Utfallet för FMAB hade inte nödvändigtvis behövt se ut på detta sätt. Bolagsvärdet hade mycket väl kunnat falla ut *lägre* efter ett utköp, om synergieffekterna och fördelarna med att vara koncernägt vägt till det större. Att bolagsvärdet i detta fall blev *högre* för FMAB efter ett utköp beror på företagets unika situation och de möjligheter till förändring som detta ger. Osäkerhetsmättet åt sidan, anser författarna att de operativa begränsningarna som FMAB idag ställs inför, och som efter ett utköp förhoppningsvis kan elimineras, är av sådan strategisk vikt att detta utom rimliga tvivel skapar värde för FMAB.

Man skall naturligtvis också ta i beaktande att de anställda i FMAB och dess ledning kanske inte är manade att genomföra ett utköp, trots att rekommendationen av denna studie är just detta. En MBO är en omfattande process vars tidsåtgång och insats från de anställda inte skall underskattas. Med detta sagt vill författarna ändå ge rekommendationen till FMAB att vidare undersöka möjligheterna att förändra dagens ägarsituation, vilken inte kan konstateras vara optimal.

Avslutningsvis vill författarna också påpeka att, även om resultatet av studien inte är generellt tillämbart på andra företag, kan *metodiken* som presenterats med fördel tillämpas vid värdering av andra företag – noterade såväl som onoterade, dock med viss justering.

7.2 Förslag till fortsatta studier

Författarna vill dela in detta avsnitt i två; dels förslag för vidare studier kring FMAB som företag och dels för mer generella studier kring ämnena företagsvärdering och MBO:s.

Studier avseende FMAB

Som tidigare nämnts har det för FMAB genomförts två tidigare studier inom ämnena logistik och marknadsföring. Ett privat företag som FMAB analyseras och undersöks inte nära nog lika ofta, och genomgående, som noterade bolag. Författarna ser därför att FMAB:s verksamhet i sin helhet bör och kan ses över. Exempelvis skulle en studie inom verksamhetsstyrning göra bolaget gott, för att hantera den dagliga produktionen på ett optimalt sätt. Detta skulle med fördel kunna bygga vidare på den logistikstudie som tidigare utförts. Författarna anser också att det vore intressant att undersöka bolagets tidigare historik mer genomgående. Till exempel skulle det vara intressant att se över bolagets utveckling *före* 1994 och sedan jämföra hur det gick efter att AW köpte upp FMAB. Gick det sämre eller bättre än väntat? Dessutom anser författarna att det vore av intresse att se närmre på den köpeskilling som AW betalade för bolaget. På vilka grunder fastställdes denna och var detta, för tiden, ett rättvist pris? Vidare kan det vara av intresse att undersöka huruvida FMAB:s nuvarande policy kring att inte ha några räntebärande skulder är den mest optimala för företaget. Mycket finns skrivet kring sökandet av en optimal kapitalstruktur och det vore intressant att tillämpa detta på FMAB.

Studier kring företagsvärdering och MBO:s

Ur ett mer generellt perspektiv finns enligt författarnas mening flertalet aspekter som kan byggas vidare på rent akademiskt. En studie vore att mer kvantitativt undersöka *fler* bolag för att se till effekterna och implikationerna av utköp (i alla dess former). Även den kvalitativa aspekten vore mycket intressant att belysa genom att se till personalens möjlighet att påverka ett bolags värde genom sin motivation och inställning till processen i sin helhet. Synergieffekter och fördelar kan snabbt raderas om den kulturella miljön inom ett bolag inte är omfattande av ett utköp. En annan intressant studie att genomföra vore att se hela affären från det ursprungligen ägande bolagets sida sett. Det vill säga, att se närmre på hur koncerner portföljstyr sina dotterbolag och vilka kriterier och styrmedel som är avgörande. För FMAB:s situation skulle detta kunna vara att analysera utifrån AW/AG:s perspektiv istället, vilket skulle bjuda in till ytterligare en synvinkel på situationen.

Referenser

- Berk & DeMarzo (2007)**, *Corporate Finance*. Boston: Pearson Education, Inc.
- Copeland et al (2005)**, *Financial Theory and Corporate Policy*. Pearson Prentice Hall.
- Damodaran (2002)**, *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Edenhammar et al (2005)**, *Företagens redovisning – Att förstå årsredovisningar*. Uppsala: Iustus Förlag AB.
- Eriksson & Wiedersheim-Paul (2006)**, *Att utreda, forska och rapportera*. Malmö: Liber AB.
- Gabrielsson & Lorentsson (2004)**, *Management buyout från ett investerarperspektiv– En studie av tio svenska företag*. Handelshögskolan vid Göteborg universitet: D-uppsats.
- Halvorsen (1992)**, *Samhällsvetenskaplig metod*. Lund: Studentlitteratur.
- Hitt et al (2007)**, *Strategic Management – Competitiveness and Globalization: Concepts*. Mason: Thomson HigherEducation.
- Kotler et al (2005)**, *Principles of Marketing*. Pearson Prentice Hall.
- Luehrman (1997)**, What's it worth? A General Manager's Guide to Valuation, 132-142, *Harvard Business Review*.
- Lundahl & Skärvad (1992)**, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund: Studentlitteratur.
- Magne Holme & Krohn Solvang (1997)**, *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.
- McMahon (2002)**, Company Valuation: What's Behind the Numbers?, *The Journal of New England Technology*.
- McNulty et al (2002)**, What's Your Real Cost of Capital?, 114-121, *Harvard Business Review*.
- Monks & Minow (2004)**, *Corporate Governance*. Newcastle: Blackwell Publishing Ltd.
- Moyer et al (2006)**, *Contemporary Financial Management, 10th ed.*
- Mullins (1982)**, Does the Capital Asset Pricing Model Work?, 105-114, *Harvard Business Review*.
- Murrin et al (2000)**, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd edition. New York: McKinsey & Co för Wiley Finance.
- Nilsson et al (2002)**, *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur.
- Olsen (2003)**, Note on Leveraged Buyouts, *Center for Private Equity and Entrepreneurship, Tuck School of Business at Dartmouth*.
- Panagiotou (2003)**, Bringing SWOT into Focus, *Business Strategy Review*, volume 14.

Perold (2003), The Capital Asset Pricing Model, Vol 18, 3-24, *Journal of Economic Perspectives*, Harvard Business School.

Porter (1998), *The Competitive Advantage of Nations*. New York: The Free Press.

Ross et al (2006), *Corporate Finance Fundamentals*. Singapore: The MacGraw-Hill Companies, Inc.

Shrieves & Wachowicz (2000), Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVA), and Net Present Value(NPV):A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation, *College of Business Administration, The University of Tennessee*.

Thomasson et al (2005), *Den nya affärsredovisningen*. Malmö: Liber.

Wright et al (2006), Management-Buyouts 1986-2006 – Past Achievements, Future Challenges. *Nottingham: Centre for Management Buy-out Research*.

Öhrlings PriceWaterHouseCoopers (2008), *Riskpremien på den svenska aktiemarknaden*.

Finansiella rapporter

Fredrik Mogensen AB, Årsredovisning, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007.

Finansiell budget för 2008, Fredrik Mogensen AB.

Finansiell översikt för perioden 1991-2007, Fredrik Mogensen AB.

Internet

AllgaierWerke GmbH (2008), *AllgaierWerke GmbH*. Tillgänglig på <http://www.allgaier.de/unternehmen/?en>, accessdatum 2008-04-07.

Centre for European Buyout Research (2007), *European Summary*. Tillgänglig på <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/CEsummary.html>, accessdatum 2008-04-10.

E24 (2007), *Tung ekonom spår fortsatt höga råvarupriser*. Tillgänglig på http://www.e24.se/branscher/ravaror/artikel_97245.e24, accessdatum 2008-05-05.

Ekonomifakta (2008), *Antal företag*. Tillgänglig på http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Foretag/Antal_foretag/, accessdatum 2008-05-12.

Fredrik Mogensen AB (2008), *Om oss*. Tillgänglig på http://www.mogensen.se/om_oss.html, accesdatum 2008-04-07.

Förvärv & fusioner (2008), *Marknaden i korthet*. Tillgänglig på: <http://www.forvarv-fusioner.nu/>, accessdatum 2008-04-08.

Institutet för näringslivsforskning (2007), *Utländska uppköp till nytta för Polen*. Tillgänglig på: <http://www.naringslivsforskning.se/web/703.aspx>, accessdatum 2008-04-08.

Skatteverket (2008), *Belopp och procent – inkomstår 2008*. Tillgänglig på <http://www.skatteverket.se/skatter/ovrigt/beloppochprocent2008.4.19b9f599116a9e8ef3680001800.html>, accessdatum 2008-05-01.

PTM Capital (2001), *Management Buyouts*. Tillgänglig på:
<http://www.ptmcapital.com/resource/mbo.htm>, accessdatum 2008-04-10.

LKAB, Artikel Affärsdata (2008). Tillgänglig på:
http://www.ad.se.ezproxy.ub.gu.se/aa/aa.php?xSHOWDOCUMENT=8160999&xTILLBAKA=1&zold_patterns=lkab&zsection=archive, accessdatum 2008-04-28.

London Metal Exchange (2008). Tillgänglig på <http://www.lme.co.uk/>, accessdatum 2008-04-20).

Nordea, ekonomiska utsikter (2008). Tillgänglig på:
<http://www.publication.nordea.com/nordea/65/42>, accessdatum 2008-04-18

Riksbanken (2008), tillgänglig på:
<http://www.riksbank.se/templates/SectionStart.aspx?id=8717>, accessdatum 2008-05-08

Riksgälden (2008), tillgänglig på:
https://www.riksgalden.se/templates/Secure/InterestsResultsPage____16132.aspx, accessdatum 2008-05-13.

Muntliga kontakter

Administrationsmedarbetare 1, 2, 3, 4

Gunnarsson, Mikael (2008), Carnegie Investment Bank, Stockholm, 2008-05-21.

Johansson, Sonja (2008), VD och ekonomichef, Fredrik Mogensen AB, 2008-02-08.

Kihlbom, Andreas (2008), Investment Banking, Carnegie Investment Bank, Stockholm, 2008-05-21.

Produktionsmedarbetare 1, 2, 3, 4

Utbult, Daniel (2008), analytiker, Bure Equity, Stockholm, 2008-05-08.

E-post-korrespondens

Damodaran, Aswath (2008), Professor i finans och David Margolis Teaching Fellow vid Stern School of Business, New York University.

Fredriksson, Joakim (2008), NASDAQ OMX.

Johansson, Tomas (2008), partner, Procuritas AB, Stockholm.

Tegenmark, Christian (2008), Investment manager, Segulah Advisor AB, Stockholm.

Appendix I: Värderingsmodeller och variabelskattning

Avkastningsvärdering

Direkt ansats

Enligt den direkta ansatsen skattas ett företags värde med hjälp av nedanstående formel:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kassaflöde}_t}{(1 + r_E)^t}$$

Där:

V = Företagets aktievärde (uppskattat värde på eget kapital)

n = Livslängden av tillgången/företaget

r_E = Aktieägarnas avkastningskrav

En variant av denna direkta ansats är att man diskonterar det aktuella företags utdelningar istället för residualflöden. Om man använder denna modell skattas ett företags värde istället med hjälp av nedanstående formel:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Utdelning}_t}{r_E - g_n}$$

Där:

V = Företagets aktievärde (uppskattat värde på eget kapital)

g = Intern tillväxttakt

n = Livslängden av tillgången/företaget

r_E = Aktieägarnas avkastningskrav

Indirekt ansats

Enligt den indirekta ansatsen skattas ett företags värde med hjälp av nedanstående formel:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kassaflöde}_t}{(1 + r_{WACC})^t}$$

Där:

V = Företagets totala värde

r_{WACC} = Genomsnittliga avkastningskravet

Adjusted Present Value (APV)

Utifrån APV-modellen skattas ett företags värde enligt nedanstående formel:

$$V_{TOT} = V_U + PV(\text{Skattesköld}) + E(\text{konkurskostnader})$$

Där:

V_{TOT} = Företagets totala värde

V_U = Det obelånade företags värde

$PV(\text{Skattesköld})$ = Det diskonterade nuvärdet av skatteskölden

$E(\text{konkurskostnader}) = \text{Förväntat värde av framtida konkurskostnader}$

Jämförande modeller (relativ-värdering)

En variant på relativvärdering är då man använder ett jämförbart företags P/E-tal för att värdera det aktuella målföretaget. Målföretagets värde kan då skattas enligt följande formel:

$$P_{\text{Målföretaget}} = \left(\frac{P}{E} \right)_{\text{Jämförandeföretag}} \times E_{\text{Målföretaget}}$$

där:

$P_{\text{målföretaget}} = \text{Målföretagets uppskattade aktiepris}$

$P/E = \text{Pris per aktie genom vinst per aktie för ett jämförbart företag}$

$E_{\text{målföretaget}} = \text{vinst per aktie för målföretaget}$

Skattning av tillväxttakt

En metod att skatta ett företags tillväxttakt är att använda ett samband mellan företagets återinvesteringsstakt samt räntabilitet på eget kapital. Utifrån dessa variabler kan företagets tillväxttakt skattas med hjälp av nedanstående formel:

$$F(g) = \text{Återinvest eringstakt} \times R_E$$

Där:

$F(g) = \text{Förväntad tillväxttakt}$

$\text{Återinvesteringsstakten} = 1 - \text{Utdelningsandel}$

$R_E = \text{Räntabilitet på eget kapital}$

Appendix II: FMAB:s 10 största kunder

Tabell (A):

Kund	Geografiskt verksamhetsområde	Belopp	Andel av FMAB:s försäljning
LKAB	Sverige	7 065 505 kr	16 %
Lahti Precision	Finland	1 875 124 kr	4 %
Andritz Sprout A/S	Världen	1 837 432 kr	4 %
FMW	Världen	1 655 100 kr	4 %
Technobal Eesti AS	Baltikum	1 482 337 kr	3 %
Svelviksand AS	Norge	1 463 714 kr	3 %
Van Aarsen Machinefabreik BV	Världen	1 209 491 kr	3 %
Höganäs AB	Sverige	1 132 173 kr	3 %
Metaks & Powders T Klier AB	Sverige	1 083 023 kr	2 %
KM18	Thailand	1 000 000 kr	2 %

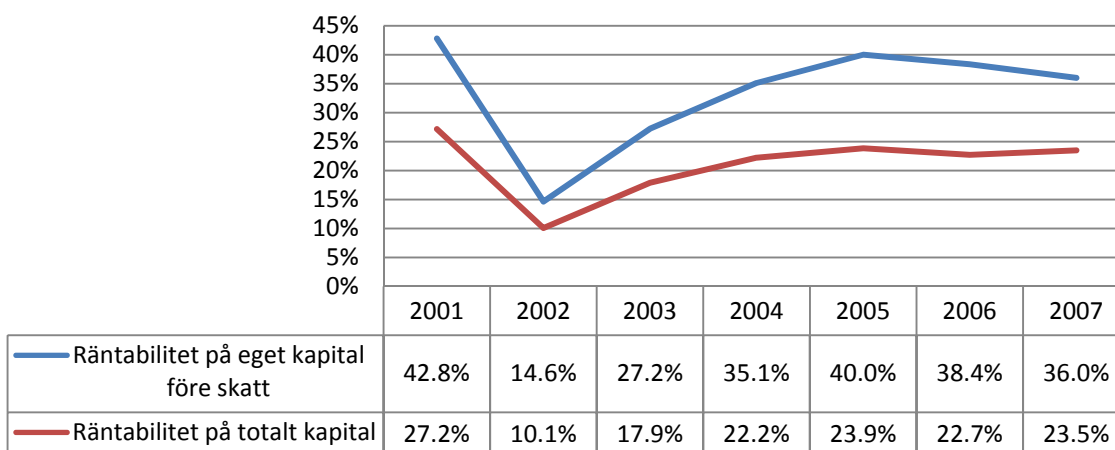
Appendix III: Nyckeltal

Nyckeltal som mäter lönsamhet

Räntabilitet

Räntabilitet kan beskrivas som företagets förmåga att ge avkastning på i företaget insatt kapital. Räntabiliteten på eget kapital utgör avkastningen på företagets eget kapital, aktiekapitalet, medan räntabiliteten på totalt kapital följaktligen beskriver avkastningen på företagets totala kapital. De båda måtten definieras enligt följande:

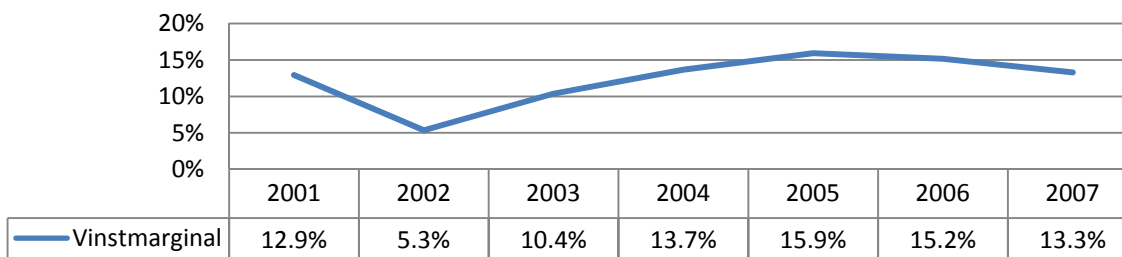
Figur (B) visar FMAB:s räntabilitet på eget samt totalt kapital för åren 2001 till 2007.



Vinstmarginal

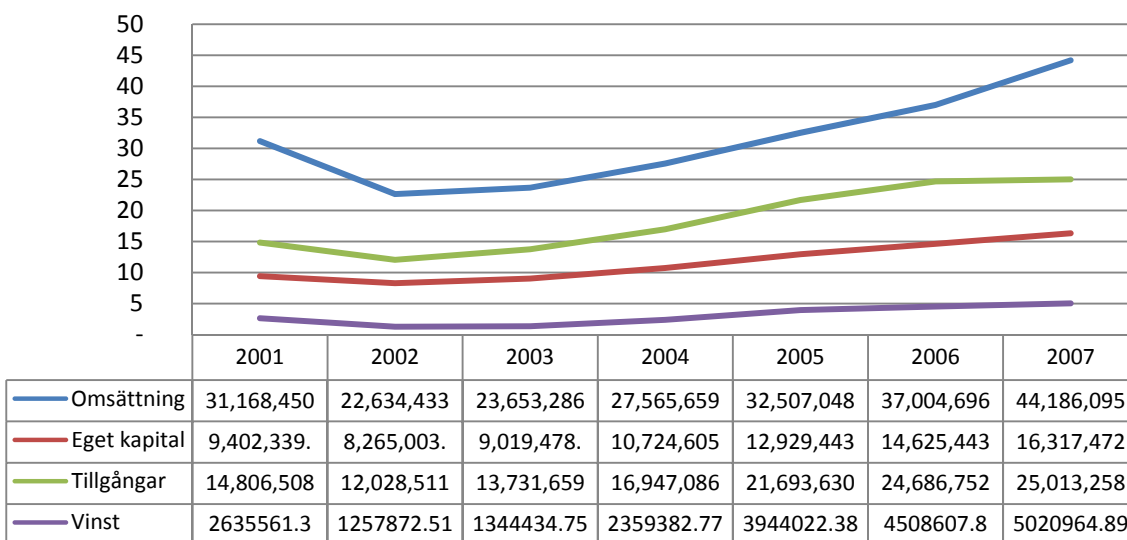
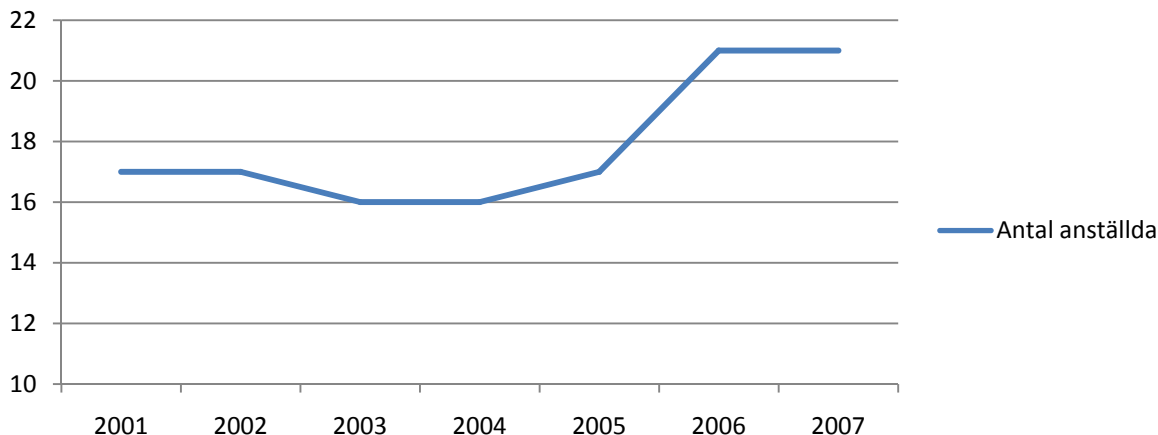
Vinstmarginalen beskriver hur stor andel av varje omsatt krona som utgör ren vinst. Nyckeltalet definieras enligt följande:

Figur (C) visar FMAB:s vinstmarginal för åren 2001 till 2007.



Nyckeltal som mäter tillväxt

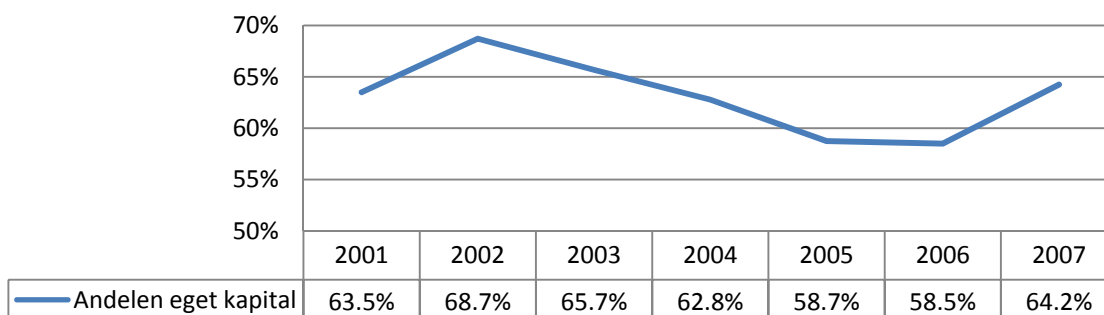
Ett företags tillväxt illustreras av dess tillväxt i omsättning, vinst, eget kapital, totala tillgångar och antal anställda. *Figur (D)* och *figur (E)* illustrerar dessa variabelers utveckling i FMAB:s fall för åren 2001 till 2007.



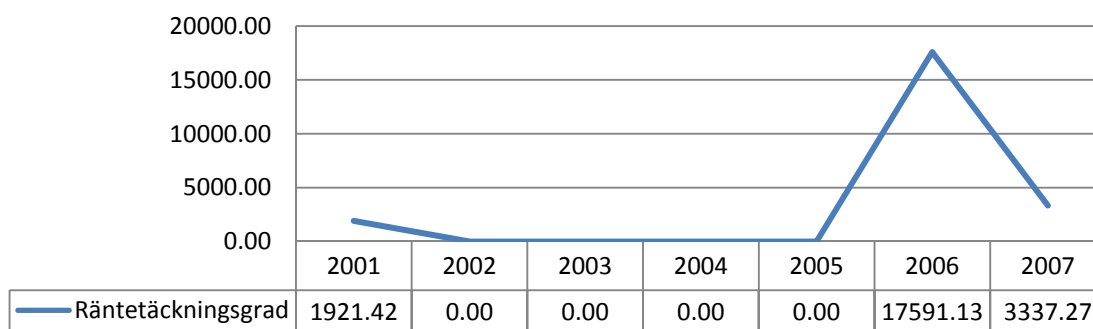
Nyckeltal som mäter finansiell balans

Nyckeltal som visar finansiell balans, eller soliditet, syftar till att visa hur ett företag är finansierat. De visar företagets förmåga att överleva trots tillfälliga motgångar eller förluster. De vanligaste måtten på finansiell balans definieras nedan:

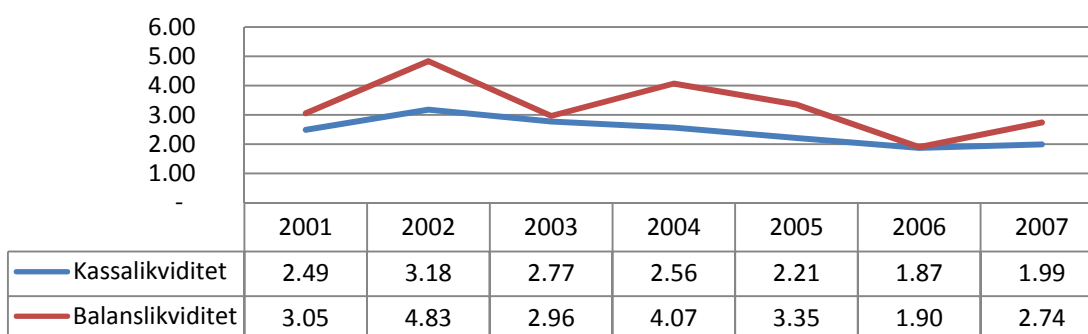
Figur (F) visar hur stor del av FMAB:s balansomslutning som var finansierad med eget kapital för åren 2001 till 2007.



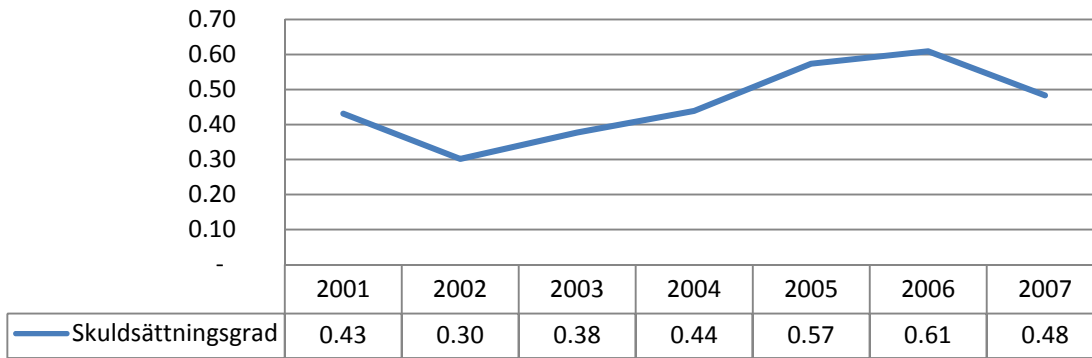
Figur (G) visar FMAB:s räntetäckningsgrad för åren 2001 till 2007.



Figur (H) visar FMAB:s kassa- och balanslikviditet för åren 2001 till 2007.



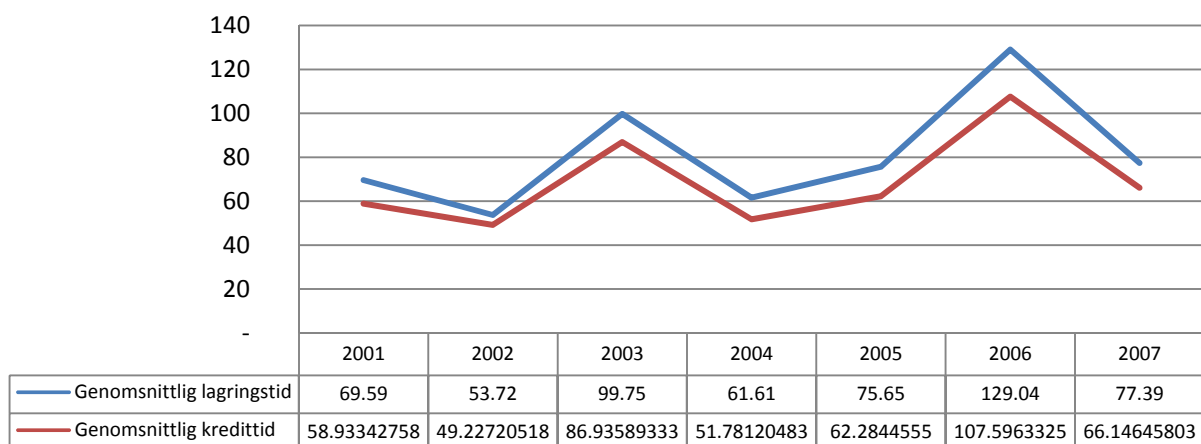
Figur (I) visar FMAB:s skuldsättningsgrad för åren 2001 till 2007.



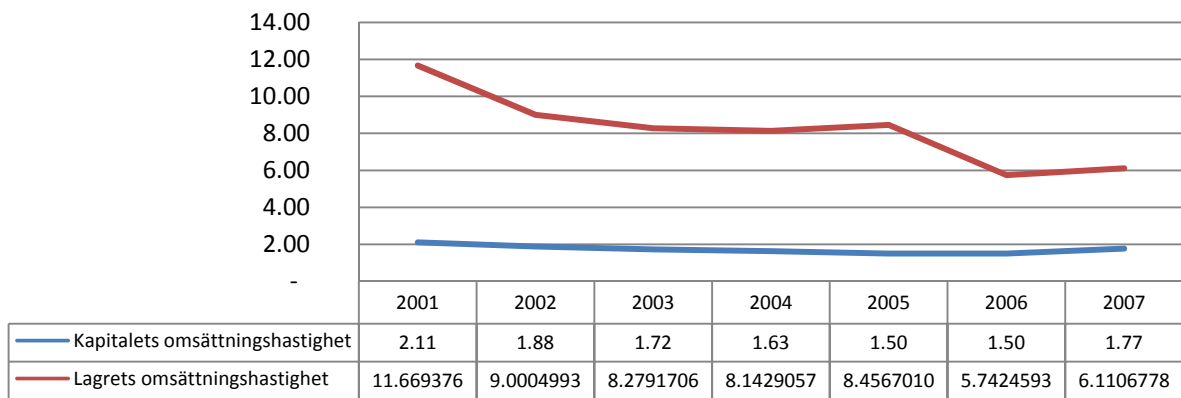
Nyckeltal som mäter effektivitet

Effektivitetsmått syftar till att illustrera hur effektivt företagets verksamhet bedrivs. Exempel på sådana mått är genomsnittlig lager- och kredittid, lager- och kapitalomsättningshastighet samt genomsnittlig försäljning per anställd. Dessa mått definieras enligt följande:

Figur (J) visar FMAB:s genomsnittliga lagringstid samt genomsnittliga kredittid för åren 2001 till 2007.



Figur (K) visar FMAB:s kapital- och lagars omsättningshastighet för åren 2001 till 2007.



Appendix IV: Finansieringsexempel för MBO

Tabell (L) visar ett exempel på hur ett utköp av ett företag kan finansieras.

Balansräkningen för det nya holdingbolaget kan därför komma att se ut som nedan. Detta skall vara att betrakta som just det – ett exempel. Exakta mängden goodwill etcetera är inte med lätthet bestämt. För FMAB:s fall blir däremot det immateriella värdet något högre då bolaget inte i någon större utsträckning innehar materiella anläggningstillgångar, då företaget hyr lokalen och outsourcar stor del av produktionen och därmed inte äger utrustning för att göra detta själva. Köpeskillingen för exemplet nedan är framräknat genom att ta genomsnittsvärdet mellan proformamodell 1 och proformamodell 3 samt inkluderandet av en kassa på drygt 8 MSEK, vilket ger en summa om drygt 67 MSEK. Som tidigare nämnts kan detta belopp justeras väsentligt beroende på hur mycket som belånas och vilket pris som förhandlas fram, för att nämna några. Då finansieringsmetoden genomförs i ett utomstående holdingbolag, påverkar detta inte kassaflödena för FMAB som företag, varför författarna nöjer sig med att illustrera endast två uppställningar; 40 % lån och 60 % lån.

Exempel på finansieringsupplägg:

Köpeskillning	369 MSEK	Kostnad:
Eget kapital		
- Equity	16 MSEK	12 %
- Aktieägarlån	146 MSEK	12 %
Lån		
- Senior debt	148 MSEK	STIBOR ¹⁶ +2,5 ±0,25 % (+1 %) ¹⁷
- Mezzanin	59 MSEK	STIBOR+3,5 %
Summa Eget kapital och Lån	369 MSEK	

Tabell (M) visar hur FMAB:s holdingbolags balansräkning skulle se ut om 40 procent av utköpet av FMAB finansierades med lån.

Finansieringsupplägg för FMAB (60 % lån):

Köpeskillning	32 MSEK	Kostnad:
Eget kapital		
- Equity	12,8 MSEK	R _u justerad för kapitalstruktur
Lån		
- Senior debt	16 MSEK	STIBOR+2,25 %
- Mezzanin	3,2 MSEK	STIBOR+3,5 %
Summa Eget kapital och Lån	32 MSEK	

¹⁶ STIBOR (12 mån) uppgick den 22 maj 2008 till 5,2180 %

¹⁷ Eventuellt kan 1 procent läggas till kostnaden för lånet i det fall FMAB inte lyckas väl i förhandlingen, eller exempelvis känner någon på banken sedan tidigare som därigenom kan de företaget goda lånevillkor.

Tabell (N) visar hur FMAB:s holdingbolags balansräkning skulle se ut om 60 procent av utköpet av FMAB finansierades med lån.

Balansräkning Holdingbolag, 60 % lån (MSEK)

Tillgångar		Skulder och Eget kapital	
Materiella anläggningstillgångar	25	Eget kapital	12,8
		Ledningen	6,5 (51 %)
		Equitybolag	6,3 (49 %)
Immateriella anläggningstillgångar (Goodwill)	7	Skulder	19,2
		Senior debt	16
		Mezzanin	3,2

Finansieringsupplägg för FMAB (40 % lån):

Köpeskilling	32 MSEK	Kostnad:
Eget kapital		
- Equity	19,2 MSEK	R ₀ justerad för kapitalstruktur
Lån		
- Senior debt	10,7 MSEK	STIBOR+2,25 %
- Mezzanin	2,1 MSEK	STIBOR+3,5 %
Summa Eget kapital och Lån	32 MSEK	

Balansräkning Holdingbolag, 40 % lån (MSEK)

Tillgångar		Skulder och Eget kapital	
Materiella anläggningstillgångar	25	Eget kapital	16,3
		Ledningen	8,3 (51 %)
		Equitybolag	8 (49 %)
Immateriella anläggningstillgångar (Goodwill)	7	Skulder	12,8
		Senior debt	10,7
		Mezzanin	2,1

Appendix V: Skattning av diskonteringsränta

Allmänt

Beräkning av det obelånade avkastningskravet:

$$r_u = r_f + \beta_u \times (r_{mkt} - r_f)$$
$$r_u = 4,21 + 0,77 \times (r_{mkt} - r_f) + r_{riskpremietillägg}$$

$$\text{Marknadsriskpremie} = r_{mkt} - r_f$$

$$r_{mkt} - r_f = 4,9$$

$$r_u = 4,21 + 0,77 \times (4,9) + 3,9$$

$$r_u = 11,89\%$$

Beräkning av den genomsnittliga kapitalkostnaden, r_{WACC}

Lånekostnad (r_D)

Antagandet görs att förhållandet mellan *senior debt* och *mezzaninlånet* 5 till 1. Kostnaden för senior debt antas vara STIBOR+2,25 procent, det vill säga 7,4688 procent. Lånekostnaden för mezzaninlånet antas vara STIBOR+3,5 procent, det vill säga 8,718 procent. Den vägda lånekostnaden blir därmed:

$$\left(\frac{5}{6} \times 7,468\right) + \left(\frac{1}{6} \times 8,718\right) = 7,676\%$$

Eftersom förhållandet mellan senior debt och mezzaninlånet antas gälla även i framtiden, kommer lånekostnaden inte att ändras över tid. Detta är naturligtvis en förenkling av verkligheten.

Sambandet mellan de olika räntorna för den prognostiserade perioden sammanfattas i nedanstående tabell:

Belånat avkastningskrav (r_E)

Det obelånade avkastningskravet justeras för kapitalstrukturen genom sambandet

$$r_E = r_u + (1 - \tau_c) \times (r_u - r_D) \times \left(\frac{D}{E}\right)$$

där:

$$\tau_c = \text{skattesats (28 \%)}$$

D/E = Kvoten mellan lån och eget kapital

Exempelvis blir det belånade avkastningskravet för 2008 som följer:

$$r_e = 11,89 + (1 - 0,28) \times (11,89 - 7,67) \times (1,50)$$

$$r_e = 16,45\%$$

Genomsnittlig kapitalkostnad, r_{WACC} , beräknas sedan med sambandet:

$$r_{WACC} = \left(\frac{D}{V} \times r_d \times (1 - \tau_c) \right) + \left(\frac{E}{V} \times r_e \right)$$

r_{WACC} för 2008 blir exempelvis:

$$r_{WACC} = (0,6 \times 7,67 \times (1 - 0,28)) + (0,4 \times 16,45)$$

$$r_{WACC} = 9,90\%$$

Diskonteringsräntor	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Obelånat avkastningskrav	11,89%	11,89%	11,89%	11,89%	11,89%	11,89%	11,89%	11,89%	11,89%
Belånat avkastningskrav	16,45%	14,70%	13,60%	12,85%	12,31%	11,89%	11,89%	11,89%	11,89%
Lånekostnad	7,67 %	7,67 %	7,67 %	7,67 %	7,67 %	7,67 %	7,67 %	7,67 %	7,67 %
Vikter för Debt& Equity									
Senior Debt – Value	50,00%	40,00%	30,00%	20,00%	10,00%	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Mezzaninlån – Value	10,00%	8,00 %	6,00 %	4,00 %	2,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Equity – Value	40,00%	52,00%	64,00%	76,00%	88,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Debt – Equity	150,00%	92,31%	56,25%	31,58%	13,64%	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Equity – Debt	0,80	1,30	2,13	3,80	8,80	-	-	-	-
Genomsnittlig kapitalkostnad									
WACC	9,90 %	10,29%	10,69%	11,09%	11,49%	11,89%	11,89%	11,89%	11,89%

Appendix VI: Proformamodell I (Värdering av FMAB utifrån AW:s perspektiv)

Antaganden	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Försäljningstillväxt	11 %	24 %	24 %	16 %	10 %	7 %	5 %	3 %	2 %
Försäljningskostnader (Råvaror)	43 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %
Försäljningskostnader (Externa)	17,5%	17,5%	11,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,7%	11,7%
Försäljningskostnader (Personal)	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %
Avskrivningstakt inventarier	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %
Avskrivningstakt ombyggnad	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Utlåningsränta	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Inlåningsränta	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
Anläggningstillgångar/omsättning	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Omsättningstillgångar/omsättning	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %
Obeskattade reserver/omsättning	4 %	2 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Avsättningar(garantier)/omsättning	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Kortfristiga skulder/omsättning	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Utdelningsandel	55 %	56 %	57 %	60 %	61 %	62 %	63 %	64 %	65 %
Andel varulager i OT	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %
Andel kortfristiga fodringar i OT	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %
Andel anskaffningsvärde för inventarier	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %
Beräkning av Kassaflöden (tkr)s	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Nettoresultat	4919	5573	8121	9348	10325	11030	11515	11914	12112
(+) Avskrivningar	850	1019	1200	1397	1593	1789	1988	2192	2402
(-) Ränteintäkter efter skatt	-188	-186	-238	-295	-367	-448	-535	-628	-719
(+) Räntekostnader efter skatt									
(-) Ökning omsättningstillgångar	-2178	-3880	-4800	-3935	-3014	-2205	-1560	-2639	-1817
(+) Ökning i rörelsens kortf. Skulder	1909	2324	2875	2356	1805	1320	934	647	441
Fritt kassaflöde före inv.	5312	4850	7157	8871	10341	11486	12342	11486	12419
(-) Investeringar i AT (Inventarier)	-1454	-1700	-2049	-2047	-2033	-2041	-2086	-2170	-2249
(-) Investeringar i AT (Ombyggnad)	-46	-212	-256	-256	-254	-255	-260	-271	-153
FKFF (framtida)	3812	2938	4852	6569	8055	9190	9995	9045	10018
Summa (nuvärde)									72 152

Resultaträkning (tkr)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Nettoomsättning	49000	60618	74990	86771	95796	102396	107065	110299	111402
Övriga rörelseintäkter									
Råvaror och förnödenheter	-21000	-27278	-33746	-39047	-43108	-46078	-48179	-49634	-50131
Övriga externa kostnader	-7980	-10608	-8774	-10239	-11304	-12083	-12634	-12905	-13034
Personalomkostnader	-12600	-14230	-20322	-23515	-25961	-27749	-29015	-29891	-30190
Avskrivningar inventarier	-786	-953	-1122	-1306	-1490	-1673	-1859	-2050	-2249
Avskrivningar ombyggnad	-64	-66	-78	-91	-103	-116	-129	-142	-153
Ränteintäkter	261	258	330	410	510	623	743	872	1001
Räntekostnader									
<i>Resultat efter finansiella poster</i>	6831	7741	11279	12984	14340	15319	15993	16548	16646
Bokslutsdispositioner/Återföring	784	784	784						
<i>Resultat före skatt</i>	6831	7741	11279	12984	14340	15319	15993	16548	16646
Skatt	-1913	-2167	-3158	-3635	-4015	-4289	-4478	-4633	-4661
Årets resultat	4919	5573	8121	9348	10325	11030	11515	11914	11985
Utdelningar	-2705	-3121	-4629	-5609	-6298	-6839	-7255	-7625	-7790
Kvarhållna vinstmedel	2213	2452	3492	3739	4027	4191	4261	4289	4195
Balansräkning (tkr)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Tillgångar									
Anskaffningsvärde, inventarier	9739	11439	13488	15534	17567	19609	21695	23865	26114
Anskaffningsvärde, ombyggnad	1216	1428	1684	1940	2193	2448	2709	2980	3133
Ack. Avskrivning, inventarier	-6876	-7829	-8950	-10256	-11746	-13419	-15278	-17328	-19577
Ack. Avskrivning, ombyggnad	-313	-379	-457	-548	-651	-767	-896	-1038	-1191
AT, netto	3767	4660	5764	6670	7364	7871	8230	8479	8563
OT, varulager	6252	7734	9568	11071	12222	13064	13660	14073	14214
OT, kortfristiga fodringar	10114	12512	15479	17911	19773	21136	22100	22767	22995
Kassa & bank	8165	8062	10316	12822	15941	19458	23229	27242	31277
<u>S:a Tillgångar</u>	<u>28298</u>	<u>32968</u>	<u>41127</u>	<u>48474</u>	<u>55300</u>	<u>61530</u>	<u>67219</u>	<u>72560</u>	<u>77049</u>
Skulder & EK									
Bundet eget kapital	600	600	600	600	600	600	600	600	600
Balanserade vinstmedel	10969	13421	16913	20653	24679	28871	33131	37420	41615
Årets resultat	4919	5573	8121	9348	10325	11030	11515	11914	11985
Obeskattade reserver (Periodiseringsfond)	1567	784							
Obeskattade reserver (Överavskrivningar)	345	345	345	345	345	345	345	345	345
Avsättningar (Garantier)	98	121	150	174	192	205	214	221	223
Långfristiga skulder									
Kortfristiga skulder	9800	12124	14998	17354	19159	20479	21413	22060	22280
<u>S:a Skulder & EK</u>	<u>28298</u>	<u>32968</u>	<u>41127</u>	<u>48474</u>	<u>55300</u>	<u>61530</u>	<u>67219</u>	<u>72560</u>	<u>77049</u>

Appendix VII: Proformamodell II (Scenario I)

Antaganden	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Försäljningstillväxt	11,00%	10,00%	9,00 %	5,52 %	4,09 %	3,18 %	2,48 %	1,93 %	1,00 %
Försäljningskostnader (Råvaror)	43 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %
Försäljningskostnader (Externa)	17,5%	17,5%	17,5%	18 %	18 %	18 %	19 %	19 %	19 %
Försäljningskostnader (Personal)	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %
Avskrivningstakt inventarier	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %
Avskrivningstakt ombyggnad	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Utlåningsränta	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Inlåningsränta	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
Anläggningstillgångar/omsättning	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	99 %	99 %	99 %	99 %
Omsättningstillgångar/omsättning	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %
Obeskattade reserver/omsättning	4 %	2 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	0 %	0 %
Avsättningar(garantier)/omsättning	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Kortfristiga skulder/omsättning	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Utdelningsandel	55 %	56 %	57 %	60 %	61 %	62 %	63 %	64 %	65 %
Andel varulager i OT	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %
Andel kortfristiga fordringar i OT	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %
Andel anskaffningsvärde för inventarier	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %

Beräkning av Kassaflöden (tkr)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Nettoresultat	4919	3748	3747	3693	3805	3879	3413	3410	3359
(+) Avskrivningar	850	996	1119	1246	1376	1512	1657	1811	1977
(-) Ränteintäkter efter skatt	-188	-158	-153	-171	-196	-222	-234	-257	-281
(+) Räntekostnader efter skatt									
(-) Ökning omsättningstillgångar	-2178	-1637	-1620	-1084	-847	-685	-552	-991	-672
(+) Ökning i rörelsens kortf. Skulder	1909	980	970	649	507	410	330	263	139
Fritt kassaflöde före inv.	5312	3930	4062	4333	4645	4895	4615	4236	4522
(-) Investeringar i AT (Inventarier)	-1454	-1220	-1326	-1321	-1378	-1457	-1548	-1651	-1851
(-) Investeringar i AT (Ombyggnad)	-46	-152	-166	-165	-172	-182	-193	-206	-126
FKFF (framtida)	3812	2557	2571	2847	3095	3256	2874	2378	2545
Summa FKFF (nuvärde)									24 310

Resultaträkning (tkr)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Nettoomsättning	49000	53900	58751	61995	64531	66583	68234	69551	70247
Övriga rörelseintäkter									
Råvaror och förnödenheter	-21000	-24255	-26438	-27898	-29039	-29962	-30705	-31298	-31611
Övriga externa kostnader	-7980	-9433	-10281	-11159	-11616	-11985	-12965	-13215	-13347
Personalomkostnader	-12600	-14230	-15922	-16801	-17488	-18044	-18491	-18848	-19037
Avskrivningar inventarier	-786	-931	-1046	-1165	-1287	-1414	-1549	-1693	-1851
Avskrivningar ombyggnad	-64	-65	-73	-81	-89	-98	-107	-117	-126
Ränteintäkter	261	219	213	237	272	309	324	357	390
Räntekostnader									
<i>Resultat efter finansiella poster</i>	<i>6831</i>	<i>5205</i>	<i>5204</i>	<i>5129</i>	<i>5284</i>	<i>5388</i>	<i>4740</i>	<i>4736</i>	<i>4665</i>
Bokslutsdispositioner/Återföring	784	784	784						
<i>Resultat före skatt</i>	<i>6831</i>	<i>5205</i>	<i>5204</i>	<i>5129</i>	<i>5284</i>	<i>5388</i>	<i>4740</i>	<i>4736</i>	<i>4665</i>
Skatt	-1913	-1457	-1457	-1436	-1480	-1509	-1327	-1326	-1306
Årets resultat	4919	3748	3747	3693	3805	3879	3413	3410	3359
Utdelningar	-2705	-2099	-2136	-2216	-2321	-2405	-2150	-2182	-2183
Kvarhållna vinstmedel	2213	1649	1611	1477	1484	1474	1263	1228	1176
Balansräkning (tkr)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
<i>Tillgångar</i>									
Anskaffningsvärde, inventarier	9739	10960	12286	13606	14985	16442	17989	19641	21492
Anskaffningsvärde, ombyggnad	1216	1368	1534	1699	1871	2053	2246	2452	2578
Ack. Avskrivning, inventarier	-6876	-7807	-8853	-10018	-11305	-12719	-14268	-15962	-17813
Ack. Avskrivning, ombyggnad	-313	-378	-450	-531	-620	-718	-826	-943	-1069
AT, netto	3767	4143	4516	4756	4931	5057	5141	5188	5177
OT, varulager	6252	6877	7496	7910	8233	8495	8706	8874	8963
OT, kortfristiga fodringar	10114	11126	12127	12797	13320	13744	14084	14356	14500
Kassa & bank	8165	6836	6650	7404	8491	9643	10137	11141	12185
<u>S:a Tillgångar</u>	<u>28298</u>	<u>28982</u>	<u>30789</u>	<u>32867</u>	<u>34975</u>	<u>36938</u>	<u>38069</u>	<u>39559</u>	<u>40824</u>
Skulder & EK									
Bundet eget kapital	600	600	600	600	600	600	600	600	600
Balanserade vinstmedel	10969	12618	14229	15706	17190	18664	19927	21155	22330
Årets resultat	4919	3748	3747	3693	3805	3879	3413	3410	3359
Obeskattade reserver (Periodiseringsfond)	1567	784							
Obeskattade reserver (Överavskrivningar)	345	345	345	345	345	345	345	345	345
Avsättningar (Garantier)	98	108	118	124	129	133	136	139	140
Långfristiga skulder									
Kortfristiga skulder	9800	10780	11750	12399	12906	13317	13647	13910	14049
<u>S:a Skulder & EK</u>	<u>28298</u>	<u>28982</u>	<u>30789</u>	<u>32867</u>	<u>34975</u>	<u>36938</u>	<u>38069</u>	<u>39559</u>	<u>40824</u>

Appendix VIII: Proformamodell III (Scenario II)

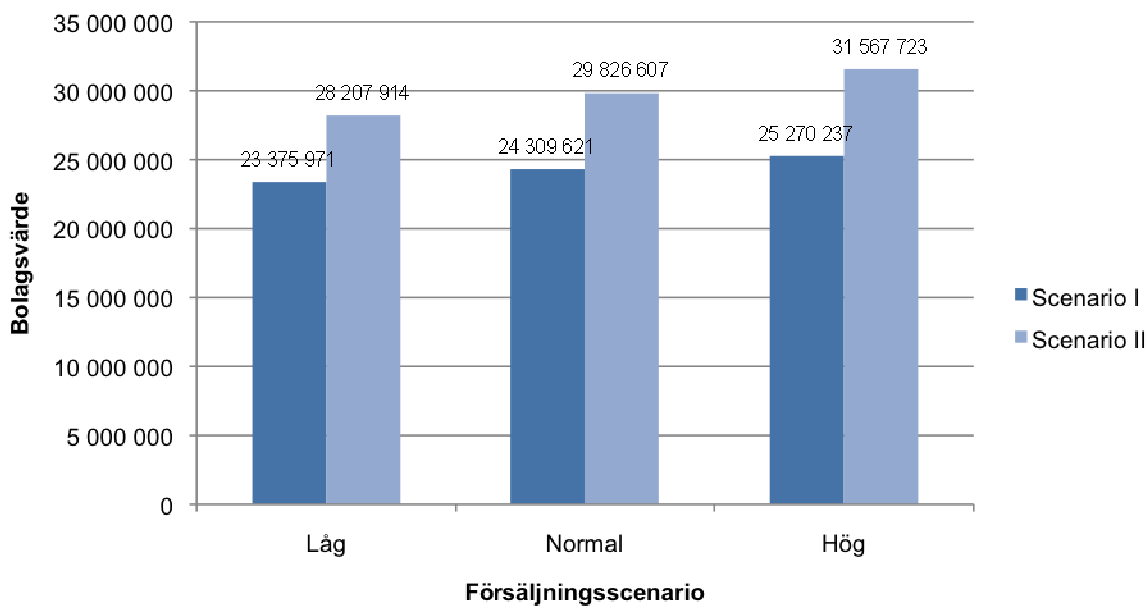
Antaganden	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Försäljningstillväxt	11,00%	10,00%	9,00 %	8,53 %	4,33 %	3,57 %	2,94 %	2,43 %	2,00 %
Försäljningskostnader (Råvaror)	43 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %
Försäljningskostnader (Externa)	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %	18 %
Försäljningskostnader (Personal)	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %
Avskrivningstakt inventarier	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %
Avskrivningstakt ombyggnad	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
Avkastning på investerad kassa	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %
Utlåningsränta	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Inlåningsränta	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %	8 %
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
Anläggningstillgångar/omsättning	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	99 %	99 %	99 %	99 %
Omsättningstillgångar/omsättning	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %	33 %
Obeskattade reserver/omsättning	4 %	2 %	1 %	1 %	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %
Avsättningar(garantier)/omsättning	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Kortfristiga skulder/omsättning	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Utdelningsandel	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %	40 %
Andel varulager i OT	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %	38 %
Andel kortfristiga fodringar i OT	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %	62 %
Andel anskaffningsvärde för inventarier	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %	89 %
Beräkning av Kassaflöden (tkr)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Nettoresultat	4969	3822	3849	4185	4360	4509	4629	4722	4777
(+) Avskrivningar	850	996	1119	1252	1389	1529	1677	1835	2005
(-) Ränteintäkter efter skatt	-239	-232	-255	-311	-379	-450	-525	-603	-671
(+) Räntekostnader efter skatt									
(-) Ökning omsättningstillgångar	-2178	-1637	-1620	-1675	-922	-793	-677	-1252	-1061
(+) Ökning i rörelsens kortf. Skulder	1909	980	970	1003	552	475	405	345	291
Fritt kassaflöde före inv.	5312	3930	4062	4453	5000	5269	5509	5046	5340
(-) Investeringar i AT (Inventarier)	-1454	-1220	-1326	-1447	-1405	-1492	-1589	-1698	-1877
(-) Investeringar i AT (Ombyggnad)	-46	-152	-166	-181	-175	-186	-198	-212	-128
FKFF (framtida)	3812	2557	2571	2826	3420	3590	3721	3136	3335
Summa FKFF (nuvärde)									29 827

Resultaträkning (tkr)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Nettoomsättning	49000	53900	58751	63765	66526	68901	70927	72650	74103
Övriga rörelseintäkter									
Råvaror och förnödenheter	-21000	-24255	-26438	-28694	-29937	-31005	-31917	-32693	-33346
Övriga externa kostnader	-7980	-9433	-10281	-11159	-11642	-12058	-12412	-12714	-12968
Personalomkostnader	-12600	-14230	-15922	-17280	-18029	-18672	-19221	-19688	-20082
Avskrivningar inventarier	-786	-931	-1046	-1171	-1299	-1430	-1568	-1716	-1877
Avskrivningar ombyggnad	-64	-65	-73	-81	-90	-99	-109	-119	-128
Ränteintäkter	332	322	354	432	526	625	730	838	932
Räntekostnader									
<i>Resultat efter finansiella poster</i>	6902	5309	5346	5812	6055	6262	6429	6558	6634
Bokslutsdispositioner/Återföring	784	784	784						
<i>Resultat före skatt</i>	6902	5309	5346	5812	6055	6262	6429	6558	6634
Skatt	-1933	-1486	-1497	-1627	-1695	-1753	-1800	-1836	-1858
Årets resultat	4969	3822	3849	4185	4360	4509	4629	4722	4777
Utdelningar	-1491	-1147	-1155	-1255	-1308	-1353	-1389	-1417	-1911
Kvarhållna vinstmedel	3479	2675	2694	2929	3052	3156	3240	3305	2866
Balansräkning (tkr)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Steadystate
Tillgångar									
Anskaffningsvärde, inventarier	9739	10960	12286	13733	15138	16630	18219	19918	21795
Anskaffningsvärde, ombyggnad	1216	1368	1534	1715	1890	2076	2275	2487	2614
Ack. Avskrivning, inventarier	-6876	-7807	-8853	-10024	-11323	-12753	-14321	-16037	-17914
Ack. Avskrivning, ombyggnad	-313	-378	-450	-532	-622	-721	-830	-949	-1076
AT, netto	3767	4143	4516	4892	5083	5233	5344	5419	5461
OT, varulager	6252	6877	7496	8136	8488	8791	9049	9269	9455
OT, kortfristiga fodringar	10114	11126	12127	13162	13732	14222	14640	14996	15296
Kassa & bank	9481	9202	10127	12354	15025	17867	20849	23945	26632
<u>S:a Tillgångar</u>	<u>29614</u>	<u>31348</u>	<u>34266</u>	<u>38543</u>	<u>42328</u>	<u>46113</u>	<u>49883</u>	<u>53630</u>	<u>56844</u>
Skulder & EK									
Bundet eget kapital	600	600	600	600	600	600	600	600	600
Balanserade vinstmedel	12234	14910	17604	20533	23585	26741	29982	33287	36153
Årets resultat	4969	3822	3849	4185	4360	4509	4629	4722	4777
Obeskattade reserver (Periodiseringsfond)	1567	784							
Obeskattade reserver (Överavskrivningar)	345	345	345	345	345	345	345	345	345
Avsättningar (Garantier)	98	108	118	128	133	138	142	145	148
Långfristiga skulder									
Kortfristiga skulder	9800	10780	11750	12753	13305	13780	14185	14530	14821
<u>S:a Skulder & EK</u>	<u>29614</u>	<u>31348</u>	<u>34266</u>	<u>38543</u>	<u>42328</u>	<u>46113</u>	<u>49883</u>	<u>53630</u>	<u>56844</u>

Appendix IX: Känslighetsanalys

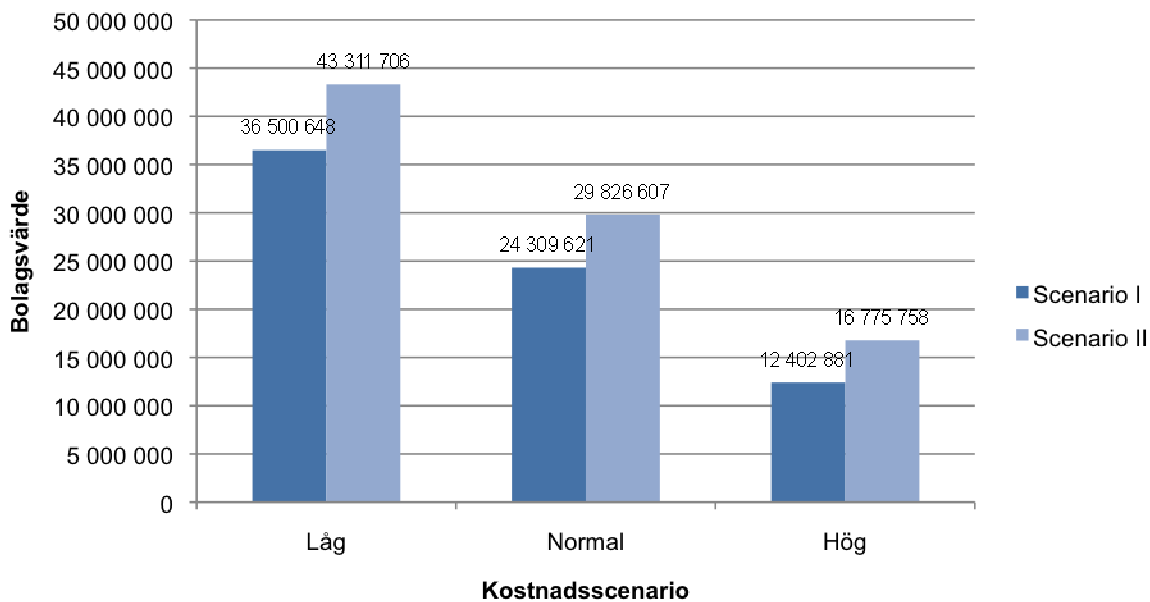
Bolagsvärde vid förändrat försäljningsscenario (+/- 20 procent)

Figur (O):



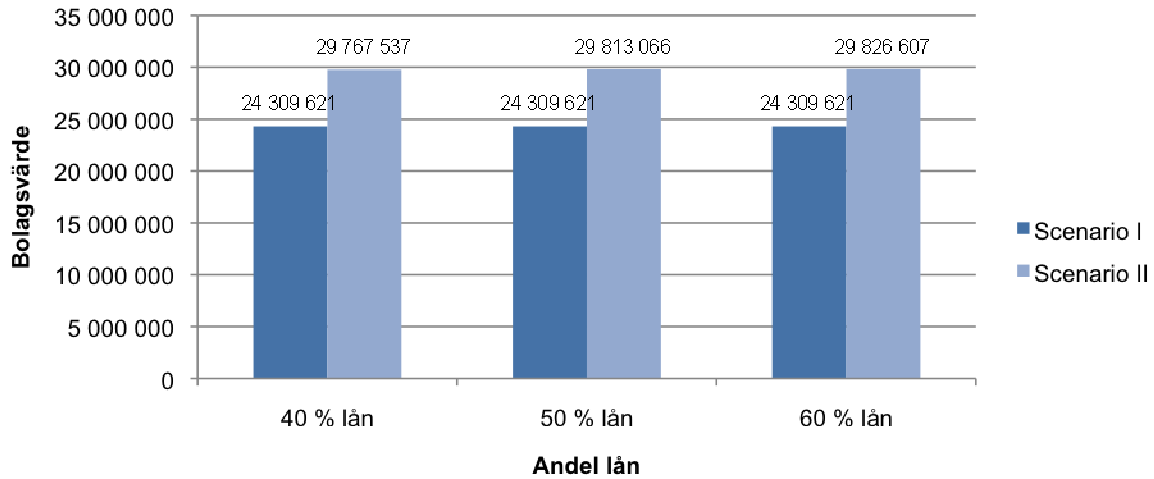
Bolagsvärde vid förändrat kostnadsscenario (+/- 5 procent)

Figur (P):



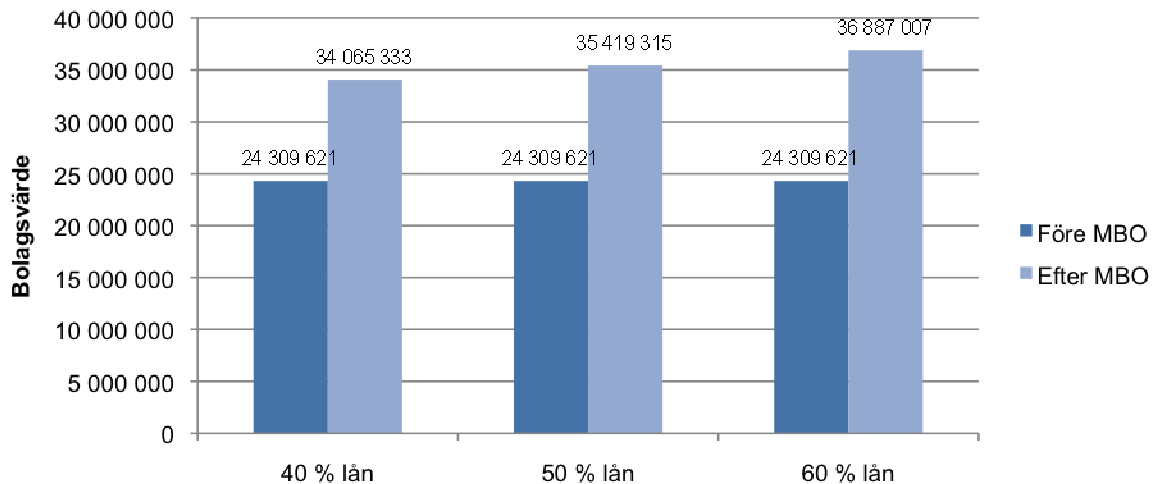
Bolagsvärde vid ändrad kapitalstruktur i holdingbolaget

Figur (Q):



Bolagsvärde vid permanent ändrad kapitalstruktur i holdingbolaget

Figur (R):



Appendix X: Intervjuguide för administrationsmedarbetare

Bakgrund

1. Hur gammal är du?
2. Vad har du akademisk utbildning?
3. Varifrån kommer du?
4. Varför sökte du dig till FMAB?
 - a. Vad var det som lockade?
5. Hur länge har du arbetat för FMAB?
 - a. Varför har du stannat så länge?
6. Vad är din roll i företaget?
 - a. Formell och informell
7. Hur upplever du att din roll har förändrats under den tid som du arbetat på FMAB?

FMAB som företag

1. Hur upplever du företagets kultur?
 - a. Har den förbättrats eller försämrats enligt din mening?
 - b. Skulle du betrakta FMAB som ett familjeföretag?
 - i. Varför?
 - ii. Varför inte?
2. Har företagets rapport- och/eller resultatkrav förändrats över åren?
3. Kan du berätta hur lönesystemet är upplagt idag?
 - a. Vad anser du om detta system?
 - b. Har det förändrats under den tid du arbetat på FMAB?
 - i. Har denna förändring varit till det bättre eller sämre anser du?
4. Vilka faktorer anser du varit viktiga för FMAB:s framgång de senaste åren?
5. Vilka faktorer anser du vara viktiga för FMAB:s framtid?
6. Hur skulle du uppskatta FMAB:s marknadsandel i nuläget?
7. Vänligen uppskatta, där möjligt, framtida tillväxt för följande faktorer:
 - a. Omsättning
 - b. Vinst
 - c. Kostnader
 - i. Råvaror
 - ii. Personal
 - iii. Övrigt
 - d. Investeringar
 - i. FMAB har idag en kassa på 7-9 milj. Hur ställer sig Allgaier till att investera detta kapital?
 - ii. Upplever du att FMAB har begränsats i tillväxt, på grund av för få investeringar?
 - iii. Skulle du/ni investera/placera annorlunda om FMAB *inte* var en del av Allgaier?
 1. På vilket sätt?

- e. PROFORMA
 - i. Tillväxttakt
 - ii. Utdelningsandel
 - iii. Avskrivningstakt
 - iv. Utlåningsränta
 - v. Inlåningsränta
 - vi. Skattesats
 - vii. Kostnader/omsättning
 - viii. Tillgångar/omsättning
 - ix. Skulder/omsättning
 - x. Avsättningar och bokslutsdispositioner
 - xi.
- 8. Kapitalstruktur
 - a. Hur kommer det sig att FMAB inte har någon skuldsättning i nuläget?
 - b. Har FMAB haft lån förut?
 - c. Är det ett medvetet val?
 - d. Har skuldsättningsgrad/kapitalstruktur diskuterats i termer av skattesköldar etc?
 - e. Hur ställer ni er till att förändra kapitalstrukturen i framtiden?
 - i. Varför?

Relationen till Allgaier

- 9. Känner du till Allgaier?
 - a. Vet du dess betydelse för FMAB?
- 10. Talas de om Allgaier som moderbolag?
 - a. Om "ja", hur resoneras det då?
 - b. Om "nej", hur kommer det sig?
- 11. Vad är den allmänna bilden av Allgaier inom FMAB, enligt din mening?
- 12. På vilket sätt anser du att Allgaier bidrar till FMAB:s verksamhet?
- 13. Anser du att FMAB är en viktig del av Allgaiers verksamhet?
- 14. Känner Ni till de senaste kraven/målen som givits av Allgaier?
 - a. Vad är dina tankar kring detta?
 - b. Anser du att detta kommer att påverka dig som anställd? På vilket sätt?
- 15. Har ni träffat/träffar Ni regelbundet personer från Allgaier här i Hjo?
 - a. Om "ja", i vilket syfte har de besökt Hjo?
 - b. Om "nej", vad anser du om detta?
- 16. Antag att FMAB inte längre skulle vara en del av Allgaier
 - a. Skulle detta förändra något enligt din mening? På vilket sätt?
 - i. Vad händer med försäljning?
 - b. Skulle exempelvis din motivation förändras på något sätt?
 - c. Om motivationen skulle ändras, vad skulle detta ha för effekt på det stora hela?

Appendix XI: Intervjuguide för intervjuer med produktionsmedarbetare

Bakgrund

1. Hur gammal är du?
2. Vad har du akademisk utbildning?
3. Varifrån kommer du?
4. Varför sökte du dig till FMAB?
5. Hur länge har du arbetat för FMAB?
 - a. Varför har du stannat så länge?
6. Vad är din roll i företaget?
 - a. Formell och informell
7. Hur upplever du att din roll har förändrats under den tid som du arbetat på FMAB?

FMAB som företag

8. Hur upplever du företagets kultur?
 - a. Har den förbättrats eller försämrats enligt din mening?
 - b. Skulle du betrakta FMAB som ett familjeföretag?
 - i. Varför?
 - ii. Varför inte?
9. Har företagets rapport- och/eller resultatkrav förändrats över åren?
10. Kan du berätta hur lönesystemet är upplagt idag?
 - a. Vad anser du om detta system?
 - b. Har det förändrats under den tid du arbetat på FMAB?
 - i. Har denna förändring varit till det bättre eller sämre anser du?
11. Vilka faktorer anser du varit viktiga för FMAB:s framgång de senaste åren?
12. Vilka faktorer anser du vara viktiga för FMAB:s framtid?

Relationen till Allgaier

13. Känner du till Allgaier?
 - a. Vet du dess betydelse för FMAB?
14. Talas det om Allgaier som moderbolag?
 - a. Om "ja", hur resoneras det då?
 - b. Om "nej", hur kommer det sig?
15. Vad är den allmänna bilden av Allgaier inom FMAB, enligt din mening?
16. På vilket sätt anser du att Allgaier bidrar till FMAB:s verksamhet?
17. Anser du att FMAB är en viktig del av Allgaiers verksamhet?
18. Känner Ni till de senaste kraven/målen som givits av Allgaier?
 - a. Vilka är dina tankar kring detta?
 - b. Anser du att detta kommer att påverka dig som anställd? På vilket sätt?
19. Har ni träffat/träffar Ni regelbundet personer från Allgaier här i Hjo?
 - a. Om "ja", I vilket syfte har de besökt Hjo?
 - b. Om "nej", vad anser du om detta?
20. Antag att FMAB inte längre skulle vara en del av Allgaier
 - a. Skulle detta förändra något enligt din mening? På vilket sätt?
 - b. Skulle exempelvis din motivation förändras på något sätt?
 - c. Om motivationen skulle ändras, vad skulle detta ha för effekt på det stora hela?