



**Handelshögskolan**  
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

**FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN**  
**EXTERNREDOVISNING**  
**HÖSTTERMINEN 2007**

# **Företagsvärdering**

- En undersökning om hur företagsvärdering tillämpas i praktiken -

Magisteruppsats i företagsekonomi  
Externredovisning och Företagsanalys  
Höstterminen 2007  
Handledare: Professor Thomas Polesie  
Författare: Johan Gustavsson  
Jonathan Hedlund

## Förord

En period om tio veckor, som gått i företagsvärderingens tecken, har nu nått sitt slut i och med att arbetet med denna magisteruppsats är färdigt. Uppsatsen sätter på ett naturligt sätt punkt för en tid som började för några år sedan då vi inledde våra studier vid Handelshögskolan i Göteborg. Båda är vi övertygade om att den process vi nu gått igenom gjort oss bättre rustade inför framtiden då vi tagit våra tidigare förvärvade kunskaper till ytterligare en nivå. Den har även inneburit många intressanta samtal med olika personer om företagsvärdering och de företagsekonomiska grunder som denna vetenskap vilar på.

Det är svårt att i tillräcklig grad nämna den betydelse flera personer haft för att göra denna uppsats möjlig. Vi vill börja med att rikta ett stort tack till Professor Thomas Polesie. Hans stora kunskap och erfarenhet inom området kombinerat med ett genuint engagemang för att stödja och utveckla oss under arbetets gång har varit viktiga inslag för uppsatsens tillkomst. Vi vill också tacka Jonas Eixmann, Victor Siewertz, Håkan Bohlin och Fredrik Stenman, som tagit sig tid att besvara våra funderingar kring företagsvärderingar och hur dessa genomförs i praktiken. Slutligen vill vi också rikta ett stort tack till Owe Persson, Eva Dahlberg, Lars Mirenius och Angelica Svensson samt övriga anställda på Jerneviken Maskin AB för den öppenhet, vänlighet och positiva bemötande de visat under vårt arbete med uppsatsen.

Johan Gustavsson

Jonathan Hedlund

## Sammanfattning

Syftet med denna undersökning är att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Utifrån syftet har två frågeställningar utvecklats. Den första frågeställningen är av studerande slag och inriktad mot att undersöka hur yrkesverksamma värderare genomför en företagsvärdering, medan den andra frågeställningen är av beskrivande slag och inriktad mot att visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Undersökningen kan anses vara intressant för någon som avser att göra en värdering av ett företag. Den kan även fungera som en introduktion till ämnet företagsvärdering för någon som vill få insikt kring hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.

Undersökningens problem är att det finns en i många avseenden allmänt vedertagen teoretisk uppfattning inom företagsvärderingsområdet om vad som utgör ett företagsvärde och hur detta skall beräknas. Dock finns det mellan den teoretiska världen och den praktiska världen ingen tydlig överensstämmelse, då många av de problem som omfattar företagsvärdering i praktiken förenklas i teorin.

I undersökningens teoretiska ramverk presenteras teorier som ger stöd för undersökningens problem. Då vissa av teorierna inte ansetts vara av betydelse för att ge svar på undersökningens syfte, används de inte vidare i undersökningens analyser och slutsatser. Teorier som däremot ansetts vara av betydelse för att besvara undersökningens syfte och frågeställningar presenteras i undersökningens syntes. I syfte att ge inriktning för det fortsatta forskningsarbetet har två forskningsområden, benämnda F1 och F2, utarbetats, vilka presenteras i undersökningens undersökningsmodell.

Undersökningen bygger på det hermeneutiska forskningsidealet och baseras på en deduktiv forskningsansats. Vidare används en fallstudie som undersökningsmetod för att komma nära de objekt som studeras i anslutning till undersökningens fallföretag.

Insamlade data består både av primärdata och av sekundärdata. Primärdata har insamlats i samband med personliga intervjuer av yrkesverksamma värderare samt anställda vid undersökningens fallföretag, medan sekundärdata erhållits från tidningsartiklar och företagsinterna dokument kopplade till fallföretaget, såsom årsredovisningar.

Undersökningen analys och slutsats visar att en företagsvärdering i praktiken kan genomföras utifrån en strukturerad process innehållande tre huvudsteg. Processen inleds med en fundamentalanalys där värderaren fördjupar sin kunskap om företaget och dess omgivning. I nästa steg prognostiseras företagets framtida ekonomiska prestation med hjälp av någon form av prognosmodell. I sista steget nuvärdesberäknas de värden, till exempel kassaflöden eller utdelning, som prognostiseringen producerat. Summan av de nuvärdesberäknade värdena utgör värdet på företaget.

Förslag ges till att vidare studera processen som yrkesverksamma värderare genomför då de värderar ett företag samt hur en värderingsansats, likt den som används i denna undersökning, kan appliceras på olika typer av företag.

## **Abstract**

The purpose of this research is to examine and demonstrate how a business valuation can be performed in practice. From this purpose two research questions have been developed. The first question is of a studying kind and concentrates on examining how professional valuers perform a business valuation. The second question is of a describing kind and focuses on demonstrating how a business valuation can be carried out in practice. This research is considered to be of significant value for a person intending to perform a business valuation. It may also serve as an introduction to the subject of business valuation for a person who wants to learn more about estimating the value of a business.

The research problem, being a starting-point for this research, is that there is one in many respects generally accepted theoretical view on what constitutes a value of a business and how this value ought to be estimated. However, there is no absolute correlation between theory and practice, as many of the problems concerning business valuation are simplified in the theoretical world.

In the theoretical framework of the research different theories, giving support to the research problem, are presented. As some of the theories have not been considered important to the purpose of the research, they are not being used in the analyses and the conclusion. Theories considered to contributing to the purpose of the research and answering the research questions are presented in the theoretical synthesis of the research. With the intention of providing guidance for the continuous research execution two research areas, named F1 and F2, have been developed, which are presented in the research model.

The research is based on the hermeneutical research ideal and on a deductive research model. Furthermore a case study is used as an investigation method. Collected data consist of both primary and secondary data. Primary data have been collected by interviews with professional valuers and staff from the case company. Secondary data have been gathered mainly from news articles and internal documents from the case company, such as annual financial statements.

The analyses and the conclusion of the research indicate that a business valuation can be carried out in practice from the basis of a structured process containing three main steps. The first step includes performing a fundamental analysis where the valuer expands his knowledge of the company and its environment. The second step involves forecasting the company's future economic development by the use of some kind of forecasting model. In the third step the numerical values which have been produced by the forecasting model, for example cash flows or dividends, are being calculated into present value. The sum of the numerical values calculated into present value constitutes the value of the company.

Suggestions are submitted to continue studying the process that professional valuers perform when valuing a business and how a valuation method, as the one used in this research, can be applied to different sorts of businesses.

# Innehållsförteckning

<b>KAPITEL 1 – BAKGRUND OCH UNDERSÖKNINGENS SYFTE.....</b>	<b>1</b>
1.1 UNDERSÖKNINGENS BAKGRUND.....	1
1.2 UNDERSÖKNINGENS SYFTE .....	2
1.3 UNDERSÖKNINGENS PROBLEM .....	3
1.3.1 <i>Problemformulering</i> .....	3
1.3.2 <i>Undersökningens utgångspunkt</i> .....	3
1.4 UNDERSÖKNINGENS PERSPEKTIV.....	4
1.5 UNDERSÖKNINGENS AVGRÄNSNINGAR .....	4
1.6 UNDERSÖKNINGENS RELEVANS .....	4
1.7 UNDERSÖKNINGENS DISPOSITION .....	5
<b>KAPITEL 2 – UNDERSÖKNINGENS TEORETISKA REFERENSRAM .....</b>	<b>6</b>
2.1 VÄRDERINGSPROCESSEN.....	6
2.2 STRATEGISK ANALYS .....	7
2.2.1 <i>Fyrkantsmodellen</i> .....	7
2.2.2 <i>Femkraftsmodellen</i> .....	8
2.2.3 <i>Makromiljömodell</i> .....	9
2.3 REDOVISNINGSANALYS.....	10
2.3.1 <i>Redovisningsanalys med kvalitativa inslag</i> .....	11
2.3.2 <i>Redovisningsanalys med kvantitativa inslag</i> .....	11
2.4 FINANSIELL ANALYS .....	13
2.4.1 <i>Lönsamhet</i> .....	13
2.4.2 <i>Effektivitet</i> .....	14
2.4.3 <i>Ekonomisk ställning</i> .....	15
2.4.4 <i>Tillväxt</i> .....	16
2.5 PROGNOTISERING .....	17
2.5.1 <i>Kvantitativa metoder</i> .....	17
2.5.2 <i>Kvalitativa metoder</i> .....	17
2.6 PROFORMAMODELL .....	17
2.6.1 <i>Proformamodellens konstruktion</i> .....	18
2.6.2 <i>Antaganden</i> .....	18
2.6.3 <i>Resultaträkning och balansräkning</i> .....	19
2.7 VÄRDERINGSMODELLER .....	19
2.7.1 <i>Utdelningsbara medel som utgångspunkt för värdering</i> .....	20
2.7.2 <i>Kassaflöde som utgångspunkt för värdering</i> .....	21
2.7.3 <i>Kalkylränta</i> .....	21
2.7.4 <i>Jämförande värdering</i> .....	22
2.7.5 <i>Substansvärdering</i> .....	23
2.8 SYNTES OCH VAL AV TEORETISK UTGÅNGSPUNKT .....	24
2.9 UNDERSÖKNINGSMODELL .....	25
<b>KAPITEL 3 – METOD.....</b>	<b>27</b>
3.1 UNDERSÖKNINGENS UTGÅNGSPUNKT .....	27
3.1.1 <i>Undersökningens vetenskapliga förhållningssätt</i> .....	27
3.1.2 <i>Undersökningens klassificering</i> .....	28
3.1.3 <i>Mätning</i> .....	32
3.2 UNDERSÖKNINGENS GENOMFÖRANDE .....	33
3.2.1 <i>Fallstudiens genomförande</i> .....	33
3.2.2 <i>Val av intervjuobjekt</i> .....	33
3.2.3 <i>Genomförande av intervjuer</i> .....	34
<b>KAPITEL 4 – VÄRDERARES SYN PÅ FÖRETAGSVÄRDERING.....</b>	<b>35</b>
4.1 VÄRDET AV ETT FÖRETAG .....	35

4.1.1	<i>Definition av ett företags värde</i>	35
4.1.2	<i>Varför ett företag är värdefullt</i>	36
4.2	ATT UPSPKATTA VÄRDET AV ETT FÖRETAG	36
4.2.1	<i>Utformningen av en värderingsprocess</i>	36
4.2.2	<i>Utmaningar vid en företagsvärdering</i>	38
4.2.3	<i>Att bedöma utfallet av en företagsvärdering</i>	38
<b>KAPITEL 5 – VÄRDERING AV UNDERSÖKNINGENS FALLFÖRETAG</b>		<b>39</b>
5.1	BESKRIVNING AV JERNEVIKEN MASKIN AB	39
5.1.1	<i>Historik</i>	39
5.1.2	<i>Affärsidé och strategi</i>	40
5.1.3	<i>Organisation</i>	40
5.1.4	<i>Produktutbud</i>	41
5.1.5	<i>Marknad</i>	41
5.1.6	<i>Försäljning</i>	42
5.1.7	<i>Ekonomisk situation</i>	43
5.2	STRATEGISK ANALYS	46
5.2.1	<i>Branschanalys</i>	46
5.2.2	<i>Makromiljöanalys</i>	49
5.3	REDOVISNINGSANALYS	50
5.3.1	<i>Kvalitativ analys</i>	51
5.3.2	<i>Kvantitativ analys</i>	52
5.4	FINANSIELL ANALYS	53
5.4.1	<i>Effektivitet</i>	54
5.4.2	<i>Ekonomisk ställning</i>	54
5.4.3	<i>Tillväxt</i>	56
5.5	PROGNOSTISERING OCH KALKYLERING	57
5.5.1	<i>Proformamodell för Jernevik</i>	57
5.5.2	<i>Antaganden</i>	60
5.5.3	<i>Kalkylering</i>	65
5.6	VÄRDERING OCH KÄNSLIGHETSANALYS	66
5.6.1	<i>Värdering av Jernevik</i>	67
5.6.2	<i>Känslighetsanalys</i>	68
<b>KAPITEL 6 – SLUTSATS</b>		<b>70</b>
6.1	UNDERSÖKNINGENS RESULTAT	70
6.2	FÖRSLAG TILL VIDARE STUDIER	72
<b>REFERENSER</b>		<b>74</b>
<b>BILAGOR</b>		<b>77</b>

## Tabellförteckning

Tabell 1 - Antaganden till grund för proformamodell (Nilsson et al., 2002) .....	18
Tabell 2 - Proformamodell (Nilsson et. al., 2002) .....	19
Tabell 3 – Informationsbehov .....	29
Tabell 4 - Jernevikens omsättning och inflöde av likvida medel åren 2004 - 2006.....	53
Tabell 5 - Jernevikens vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet år 2003-2006.....	53
Tabell 6 – Omsättning per anställd för Jerneviken perioden 2003-2006 .....	54
Tabell 7 - Jernevikens soliditet under åren 2003 - 2006 .....	55
Tabell 8 - Jack Midhages soliditet under åren 2003 – 2006.....	55
Tabell 9 - Jernevikens kassalikviditet och balanslikviditet för åren 2003-2006.....	56
Tabell 10 - Jack Midhages kassalikviditet och balanslikviditet för åren 2003-2006.....	56
Tabell 11 - Jernevikens omsättning under åren 2003-2006.....	56
Tabell 12 - Tillväxten i Jernevikens tillgångar för åren 2003-2006.....	57
Tabell 13 - Antaganden till Jernevikens proformamodell .....	58
Tabell 14 – Resultaträkning för Jernevikens proformamodell .....	59
Tabell 15 - Balansräkning för Jernevikens proformamodell .....	60
Tabell 16 - Jernevikens försäljningsutveckling för åren 2003 - 2006.....	61
Tabell 17 - Prognostiserad försäljningstillväxt i Jerneviken år 2007 - 2011.....	61
Tabell 18 - Jernevikens kostnader för handelsvaror under åren 2003 - 2006.....	61
Tabell 19 - Jernevikens personalkostnader under åren 2003 - 2006.....	62
Tabell 20 - Jernevikens övriga externa kostnader under åren 2003 - 2006.....	62
Tabell 21 - Jernevikens räntekostnadsutveckling under åren 2003 – 2006.....	63
Tabell 22 - Jernevikens utveckling av anläggningstillgångar under åren 2003 - 2006.....	63
Tabell 23 - Jernevikens utveckling av omsättningstillgångar under åren 2003 - 2006.....	64
Tabell 24 - Jernevikens utveckling av kortfristiga skulder under åren 2003 - 2006.....	64
Tabell 25 - Översikt av antaganden för prognostisering .....	65
Tabell 26 - Jernevikens kalkylerade resultaträkning för åren 2007 - 2011 .....	65
Tabell 27 - Jernevikens kalkylerade balansräkning under åren 2007 - 2011 .....	66
Tabell 28 - Beräkning av Jernevikens totala nuvärde i tusentals kronor (tkr).....	68
Tabell 29 - Uträkning av värdet på Jerneviken Maskin AB .....	69
Tabell 30 - Värdeförändring på Jerneviken vid en förbättrad kostnadsstruktur .....	69
Tabell 31 - Värdet på Jerneviken med en förändrad kalkylränta.....	69

## Figurförteckning

Figur 1 - Fyrkantsmodellen (Polesie 2005) .....	7
Figur 2 - Undersökningens undersökningsmodell .....	26
Figur 3 - Schema över Jernevikens organisation .....	40
Figur 4 - Intäktsområdenas andel av Jernevikens totala intäkter .....	42
Figur 5 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under år 2003.....	43
Figur 6 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under år 2004.....	44
Figur 7 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under år 2005.....	44
Figur 8 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under år 2006.....	45
Figur 9 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under åren 2003 - 2006 .....	46
Figur 10 - Den strategiska analysens placering i värderingsprocessen .....	46
Figur 11 - Redovisningsanalysens placering i värderingsprocessen .....	50

Figur 12 - Utveckling av Jernevikens kundfordringar gentemot omsättningen .....	52
Figur 13 - Utveckling av Jernevikens varulager gentemot omsättningen .....	52
Figur 14 - Den finansiella analysens placering i värderingsprocessen .....	54
Figur 15 - Prognostiseringen och kalkyleringens placering i värderingsprocessen .....	57
Figur 16 - Värdering och känslighetsanalysens placering i värderingsprocessen .....	67



# Kapitel 1

## Bakgrund och undersökningens syfte

---

*I detta kapitel ges en beskrivning av undersökningens bakgrund. Vidare diskuteras undersökningens syfte och problem. I kapitlet återges även undersökningens perspektiv, avgränsningar och relevans och slutligen presenteras en översikt av rapportens disposition.*

---

### 1.1 Undersökningens bakgrund

Företagsvärdering är en företeelse som förekommer i olika sammanhang. Hult (1998) skriver att motiven för en företagsvärdering kan variera. Ett motiv kan vara att göra en värdering inför ett beslut om kreditgivning. Ett annat motiv kan vara att som ägare till ett företag avgöra om detta är en god investering eller om det finns investeringar som betingar ett högre värde. Dock är nog ändå det mest framstående motivet för en företagsvärdering det som härrör ifrån en stundande förhandling mellan två parter rörande ett köp respektive försäljning av ett företag.

I en ekonomisk värld där företagsförvärv har kommit att bli ett allt vanligare fenomen, antingen som en ren finansiell placering eller som ett medel för företag att nå större marknadsandelar, är företagsvärdering i många avseenden ett högaktuellt ämne. (Sherman & Milledge, 2006)

Vi anser att den föreliggande undersökningen är intressant då en strukturerad företagsvärderingsprocess tros kunna leda en värderare till ett mer tillförlitligt resultat än vad som hade varit fallit om en sådan process inte hade använts. Med en ökad medvetenhet kring hur en företagsvärdering kan genomföras anser vi att en värderare kan undgå att göra direkta felaktigheter vid beräkningar av ett företags värde. Det skall dock inte tolkas som att en viss

värderingsprocess alltid resulterar i ett och samma värde på ett visst företag oavsett vem som genomför värderingen. Det uträknade värdet på ett företag kommer alltid att vara beroende av värderarens antaganden om exempelvis olika tillgångars marknadsvärde och storleken av framtida utdelningar eller kassaflöden.

Resultatet av den föreliggande undersökningen kan främst anses vara intressant för någon som avser att genomföra en värdering av ett företag. En sådan värdering kan vara användbar som underlag inför exempelvis en stundande köp- eller säljsituation av företaget. Resultatet av undersökningen kan också fungera som en introduktion till ämnet företagsvärdering för någon som vill få insikt kring hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.

## 1.2 Undersökningens syfte

Avsikten med undersökningen är att öka förståelsen för hur en värdering av ett företag kan genomföras. En ökad förståelse, har enligt oss, potential att ge ytterligare stöd för hur företagsvärderingar kan genomföras, ett arbete som i många avseenden kan vara svårt att bemästra då det ofta bygger på antaganden om framtiden. Med en större insikt om hur en företagsvärdering av ett företag kan genomföras tror vi att en viss del av den osäkerhet som omgärdar denna process kan reduceras.

Undersökningens syfte är:

**”Att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken”**

Med avsikt att leda det fortsatta arbetet mot att besvara undersökningens syfte har ur detta följande frågeställningar utarbetats:

*Fråga 1: Hur genomför yrkesverksamma värderare en företagsvärdering?*

Denna frågeställning är inriktad mot att svara på ena delen av undersökningens syfte, nämligen att *undersöka* hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Då personer som arbetar med företagsvärdering kan antas ha god insikt om hur värderingar av företag genomförs bör de enligt oss kunna ge information som klarlägger hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.

*Fråga 2: Hur kan en företagsvärdering genomföras i praktiken?*

Denna frågeställning är inriktad mot att svara på den andra delen av undersökningens syfte, nämligen att *visa* hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Enligt oss är frågan intressant då den har potential att illustrera och tydliggöra hur en företagsvärdering faktiskt kan genomföras i praktiken. Detta är viktigt då en företagsvärdering enligt oss inte är given samt kantas av problematiska moment, vilket främst har sin grund i det faktum att företagsvärdering i många avseenden består av bedömningar. Genom att illustrera hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken kan en förståelse byggas upp kring momenten i en sådan process, bedömningar som de ger upphov till och hur de kan hanteras av en värderare för att beräkna värdet på ett företag.

## 1.3 Undersökningens problem

### 1.3.1 Problemformulering

Företagsvärdering är i många avseenden ett teoretiskt ämne. Teorierna är välutvecklade och de ger uttryck för en allmänt vedertagen uppfattning om att ett företags värde kan definieras som nuvärdet av företagets framtida avkastning som tillfaller dess ägare (jämför Damodaran 2002; Hult 1998; Nilsson et al. 2002). Enligt oss är problemet med detta sätt att definiera ett företags värde att värderaren vid värderingstillfället måste känna till hur företagets framtid kommer att utveckla sig.

Vidare är vår uppfattning om företagsvärdering att det finns mycket litteratur som behandlar området, men att denna i många stycken förenklar problemen med att uppskatta den framtida avkastning företaget kan ge till sin eller sina ägare. Vi menar att många av de exempel som används i litteraturen för att illustrera hur en företagsvärdering kan genomföras är förenklade och inte kan anses ge en fullständig bild av problemen som omgärdar denna process i verkligheten. Främst kommer det sig av att författarna i dessa exempel vet lika mycket om framtiden som de vet om nuet, vilket gör att de på ett enkelt vis kringgår den problematik som vi anser att förutsägelser om framtiden medför.

Genom att undersöka hur yrkesverksamma värderare genomför en företagsvärdering samt visa hur en företagsvärdering kan genomföras i verkligheten tror vi att en större förståelse kan byggas upp kring företagsvärdering som en praktisk företeelse.

Utifrån resonemanget ovan kan undersökningens problem utläsas:

*Det finns en i många avseenden allmänt vedertagen teoretisk uppfattning inom företagsvärderingsområdet om vad som utgör ett företagsvärde och hur detta skall beräknas. Dock finns det mellan den teoretiska världen och den praktiska världen ingen tydlig överrensstämmelse då många av de problem som omfattar företagsvärdering i praktiken förenklas i teorin.*

### 1.3.2 Undersökningens utgångspunkt

Syftet med den föreliggande undersökningen är att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Den bygger på en mer praktisk forskningsinriktning inom företagsvärderingsområdet där syftet är att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras utifrån ett verkligt fall. Undersökningen bygger främst vidare på en tidigare studie med titeln: *Arkivator – att värdera ett tillväxtföretag* (2000). I studien genomförs en värdering av företaget Arkivator utifrån en jämförande, avkastningsbaserad och substansbaserad värderingsmodell. Sålunda förmedlar studien en bild av hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Därmed kan den föreliggande undersökningen på ett naturligt sätt sägas bygga vidare på studien av Arkivator, då syftet är att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.

Den föreliggande undersökningen bygger även i viss utsträckning vidare på studierna *Steeltech – för professionella användare: en marknadsanalys och företagsvärdering* (2006) och *Kungsleden*

– *en företagsvärdering* (2006). Även om dessa mest varit inriktade mot att värdera och analysera ett specifikt företag har de ändå varit viktiga för arbetet med att formulera den föreliggande studiens forskningsinriktning.

## 1.4 Undersökningens perspektiv

Undersökningen intar en värderares perspektiv på värdering av ett företag. En värderare kan vara en köpare eller säljare som har för avsikt att tillskriva ett visst företag ett värde inför en stundande köp- eller säljsituation. En värderare kan också vara en institution, som exempelvis en bank, vilken gör en värdering av ett företag som skall ligga till grund för en kreditprövning. Vi avser dock inte att utföra undersökningen för en specifik aktör utan intar ett mer generellt förhållningssätt till en företagsvärdering. Därmed kan förhoppningsvis också undersökningens resultat vara av intresse för olika typer av värderare som avser att göra en värdering av ett företag. Dock är det inte säkert att undersökningen uppfyller alla de behov som en viss värderare har i en specifik värderingssituation, utan avsikten med undersökningen är att ge en översiktlig bild av hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.

## 1.5 Undersökningens avgränsningar

Undersökningen avgränsas till att redogöra för:

- Hur yrkesverksamma värderare genomför en företagsvärdering
- Hur en företagsvärdering, i form av en process, kan genomföras i praktiken för att värdera ett företag

## 1.6 Undersökningens relevans

Undersökningen kan forskningsmässigt anses placera sig inom företagsvärderingsområdet då den fokuserar på att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.

Att företagsvärdering är viktigt tyder mängden skrivet material på området (se exempelvis Hult 1998, Sevenius 2003). Det faktum att företagsvärdering förekommer i många olika situationer, exempelvis inför en företagsförsäljning eller en kreditprövning, samt att det sker ofta, exempelvis vid aktiehandel, gör att företagsvärdering i många avseenden är ett relevant område.

Då det i teorin råder en allmän uppfattning om vad som utgör ett företagsvärde (se till exempel Damodaran 2002, Hult 1998) kommer resultatet av undersökningen troligtvis inte här att bidra med ny kunskap till det teoretiska området inom företagsvärdering. Istället kommer resultatet av undersökningen förhoppningsvis att förtydliga hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.

## **1.7 Undersökningens disposition**

### ***Kapitel 1- Bakgrund och undersökningens syfte***

I kapitlet görs en beskrivning av undersökningsämnets bakgrund. Vidare diskuteras undersökningens problem och syfte. I kapitlet redogörs även för undersökningens perspektiv, avgränsningar och relevans.

### ***Kapitel 2- Undersökningens teoretiska referensram***

I kapitlet redogörs för undersökningens teoretiska referensram. Den innehåller teorier som beskriver en värderingsprocess och i den ingående steg såsom strategisk analys, finansiell analys, redovisningsanalys, prognostisering och kalkylering samt värdering och känslighetsanalys. En diskussion förs också kring de teorier som anses vara mest relevanta för undersökningen och en undersökningsmodell konstrueras för att leda det fortsatta arbetet med att besvara undersökningens syfte.

### ***Kapitel 3- Metod***

Kapitlet redogör för undersökningens metodiska utgångspunkt och genomförande. Inom ramen för undersökningens utgångspunkt diskuteras undersökningens vetenskapliga förhållningssätt och klassificering. Vidare beskrivs fallstudiens och intervjuernas genomförande under avsnittet undersökningens genomförande.

### ***Kapitel 4- Värderares syn på företagsvärdering***

I kapitlet presenteras fyra yrkesverksamma värderares tankar och erfarenheter kring företagsvärdering. Bland annat återges deras syn på värdet av ett företag och hur de går till väga för att uppskatta ett företags värde.

### ***Kapitel 5- Värdering av undersökningens fallföretag***

Kapitlet syftar till att visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken varvid en analys och värdering av undersökningens fallföretag, Jernevik Maskin AB, genomförs. Inledningsvis görs en beskrivning av Jernevik Maskin AB, bland annat utifrån dess historik och organisation. Därefter presenteras empiri om Jernevikens bransch och omvärld vilken ställs emot utvalda teorier i en så kallad strategisk analys. Vidare analyseras Jernevikens redovisning och finansiella ställning. Resultatet från analyserna används sedan i användandet av en proformamodell och för att göra antaganden om företagets framtid. Kapitlet avslutas med en värdering och känslighetsanalys av Jernevik Maskin AB.

### ***Kapitel 6- Slutsats***

I kapitlet presenteras undersökningens resultat. Detta diskuteras utifrån undersökningens syfte och de därtill tillhörande frågeställningarna. Kapitlet avslutas med att vi, utifrån den föreliggande undersökningens resultat, ger förslag till vidare studier kring hur företagsvärdering kan genomföras i praktiken.

# Kapitel 2

## Undersökningens teoretiska referensram

---

*I detta kapitel redogörs för undersökningens teoretiska referensram. Referensramen innehåller teorier som beskriver en värderingsprocess och i den ingående steg såsom strategisk analys, finansiell analys, redovisningsanalys, prognostisering och kalkylering samt värdering och känslighetsanalys. Kapitlet avslutas med en diskussion kring de för undersökningen mest relevanta teorierna i form av undersökningens syntes samt en beskrivning av undersökningens undersökningsmodell.*

---

### 2.1 Värderingsprocessen

En värdering av ett företag kan ske utefter olika faser. Hult (1998) anger ett arbetssätt där värderaren beräknar ett företags värde genom att arbeta sig igenom faserna *analysfas*, *prognosfas* och *beräkningsmodell*. En liknande process beskriver även Nilsson et al. (2002) där en företagsvärdering sker genom att värderaren arbetar sig igenom faserna *strategisk analys*, *redovisningsanalys*, *finansiell analys*, *prognoser* och *värdering*.

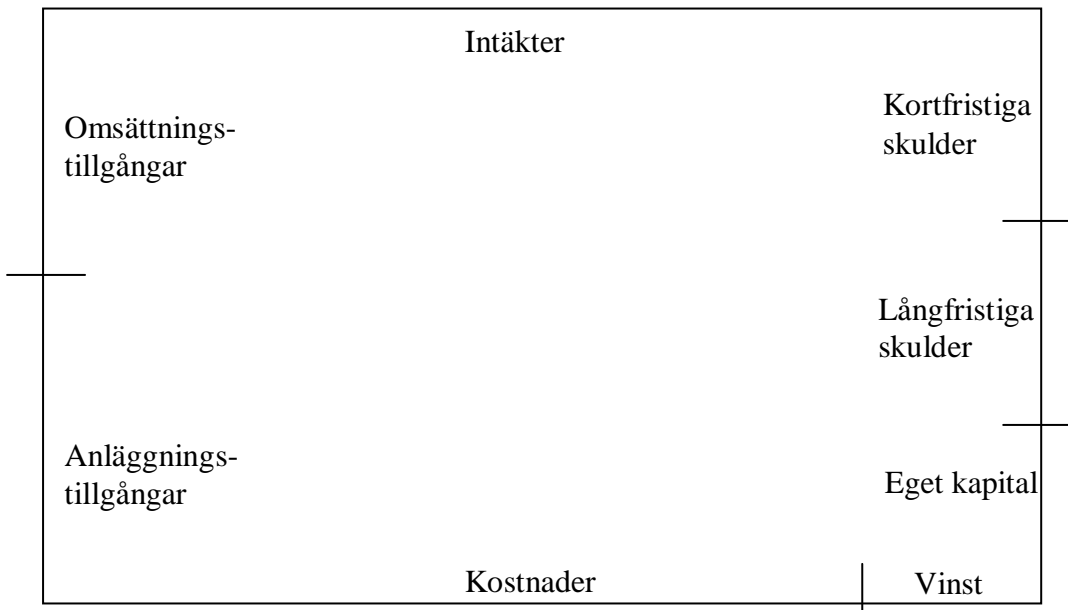
Hults analysfas kan sägas omfatta Nilsson tre analysfaser (det vill säga strategisk analys, redovisningsanalys och finansiell analys) och syftar till att åskådliggöra en historisk utveckling av företaget utifrån dess resultat- och balansräkningar. Värderaren skall i denna fas också positionera företaget gentemot andra företag av samma storlek som verkar i samma bransch. Även andra faktorer som rör företaget, utvecklingen av branschen samt samhällsutvecklingen i stort bör analyseras. (Hult 1998, Nilsson et al., 2002) Prognosfasen innebär att informationen

ifrån analysfasen sammanställs för att ligga till grund för prognoser om företagets framtid, ofta i form av prognostiserade resultat- och balansräkningar. (Hult 1998, Nilsson 2002) Värderingsförfarandet avslutas med det som Hult kallar för beräkningsfasen och Nilsson et al. för värdering. Företagets värde beräknas utifrån olika framtida scenarier och informationen som sammanställs om företagets förväntade utveckling. (Hult 1998)

## 2.2 Strategisk analys

### 2.2.1 Fyrkantsmodellen

Fyrkantsmodellen, utvecklad av Polesie (1995), kan användas till att ge en illustrativ och sammanfattande beskrivning av ett företags ekonomi, antingen över tid eller vid en särskild tidpunkt. Den består av fyra sidor, vilket syns av figur 1. De motstående vertikala sidorna utgör företagets ekonomiska ställning och de motstående horisontella sidorna redogör för företagets ekonomiska resultat. På fyrkantens vänstra sida återfinns företagets tillgångar, alltså en förteckning över några av de resurser företaget äger. Den högra sidan av fyrkanten visar företagets finansiering, alltså företagets skulder och eget kapital. Skulderna är en siffermässig uppskattning av företagets åtaganden gentemot externa intressenter, medan det egna kapitalet representerar pengar och andra resurser som ägarna har satt in i företaget. Ovansidan av fyrkanten beskriver hur mycket pengar kunderna har gett företaget i utbyte mot företagets prestation under perioden, alltså företagets intäkter. Fyrkantens undersida skildrar de kostnader företaget har haft under den avsedda perioden, det vill säga en monetär värdering av de resurser som förbrukats i driften av företaget. Beroende på om företaget uppvisar vinst eller förlust kommer denna att antingen hamna på fyrkantens undersida eller översida.



Figur 1 - Fyrkantsmodellen (Polesie 2005)

Fyrkantsmodellen kan användas till mer än att beskriva företagets ekonomiska ställning och resultat. Genom att byta ut siffrorna till ord på respektive sida av fyrkanten kan företagets

verksamhet och drift lyftas fram på ett enkelt och överskådligt vis. Bland annat kan intäktssiffrorna på fyrkantens översida bytas ut mot ord som redogör för vad som ligger bakom intäkterna, till exempel vad företaget säljer och till vem. Undersidan på fyrkanten, där kostnaderna normalt återfinns i monetära termer, kan beskriva hur kostnaderna uppstått, det vill säga vilka resurser som används i företagets drift. (Polesie 1995)

För att ytterligare skilja på ett företags drift och finans kan en vertikal linje dras inne i fyrkanten. Drift avser konkreta handlingar och koncentrerar sig på de fysiska aktiviteter som äger rum i företaget. Finans fokuserar på förhållanden som regleras med pengar, det vill säga varifrån pengarna kommer och hur de används. Mellan vilka poster det är lämpligt att lägga diagonalen avgörs utifrån varje specifikt fall. (Polesie 1995)

## **2.2.2 Femkraftsmodellen**

Porter (1990) har utvecklat en modell som används för att avgöra en branschs attraktivitet, det vill säga dess långsiktiga lönsamhetsnivå. Modellen består av fem så kallade krafter, som alla på sitt vis utövar inverkan på branschen. De fem krafterna är hot om nyetablering, hot från substitut, leverantörers förhandlingsstyrka, kunders förhandlingsstyrka och rivalitet bland befintliga aktörer. Beroende på om dessa krafter är svaga eller starka blir branschens genomsnittliga lönsamhet hög eller låg. Är branschens genomsnittliga lönsamhet hög finns det större möjlighet för dess aktörer att åtnjuta goda vinster än om den är låg. Nedan kommer modellens fem olika krafter att behandlas.

### **2.2.2.1 Hot om nyetablering**

Enligt Porter (1990) inverkar hotet om nyetablering på en branschs potentiella lönsamhetsnivå. Detta till följd av att en orimligt hög lönsamhetsnivå i en bransch attraherar nya aktörer till att ta sig in på marknaden. Dessa nyetablerade aktörers sökande efter marknadsandelar leder till att vinstmarginalerna i branschen pressas ned. Hur stark denna kraft är bestäms av förekomsten av och storleken på olika etableringshinder, såsom stordriftsfördelar, investeringsbehov samt distributionssystemets kapacitet.

### **2.2.2.2 Hot från substitut**

Produkter tjänar som substitut för varandra då de uppfyller samma slags behov för en kund. Exempelvis är buss och bil substitut för varandra, eftersom de båda kan uppfylla en kunds behov av att transportera sig. Substitut påverkar en industris lönsamhetsnivå. Substitut fungerar som en prispressare, då företag inte kan ta ut omotiverat höga priser för sina produkter eller tjänster utan att riskera att kunderna byter till ett substitut. Hur stort hotet från substitut är bestäms av kunders benägenhet till att byta, kostnaden för att byta och produkternas priselasticitet. (Porter, 1990)

### **2.2.2.3 Leverantörers förhandlingsstyrka**

Leverantörer som befinner sig i en stark förhandlingsposition kommer att utnyttja sin relativa kraftöverlägsenhet för att tillskansa sig en högre vinstmarginal, vilket försämrar lönsamheten för köparen. Hur stark förhandlingsposition leverantörer har beror på antalet leverantörer och



storleken på dessa, kostnaden för att byta leverantör samt tillgängligheten till substitut. (Porter, 1990)

#### 2.2.2.4 Kunders förhandlingsstyrka

När kunden har större förhandlingsstyrka än säljaren kan denne pressa ned priserna eller kräva en utökad servicegrad, vilket påverkar lönsamheten negativt för säljaren. En kunds förhandlingsposition påverkas av hur stor proportion dess inköp utgör av säljarens försäljning samt antalet existerande köpare och säljare på marknaden och kostnaden för att byta mellan dessa. (Porter, 1990)

#### 2.2.2.5 Rivalitet bland befintliga aktörer

Intensiteten i konkurrensen mellan aktörerna i branschen påverkar i hög grad aktörernas lönsamhetsnivå och därmed branschens attraktivitet. Intensiv konkurrens leder ofta till att aktörerna tvingas sänka sina priser för att behålla sin marknadsandel. Det kan också resultera i ökade kostnader för att konkurrera, till exempel vad gäller reklam samt forskning och utveckling. Graden av rivalitet beror på antalet aktörer i branschen och storleken på dessa, likheten i aktörernas utbud och strategier, industrins tillväxttakt och storleken på barriärer för att lämna industrin. (Porter, 1990)

### 2.2.3 Makromiljömodell

Kotler & Armstrong (1999) delar in ett företags makromiljö, eller omvärld, i sex delar, nämligen demografisk, ekonomisk, naturlig, teknologisk, politisk och kulturell miljö.

#### 2.2.3.1 Demografisk miljö

Faktorer som är förbundna med karaktärsdragen hos eller sammansättningen av människorna på en marknad innefattas i den demografiska miljön. En befolknings storlek, tillväxt, lokalisering, åldersstruktur, könsfördelning, härkomst och sysselsättning är exempel på sådana faktorer. Demografiska variabler ger ofta en god utgångspunkt när ett företag skall segmentera sin marknad. Företag har goda möjligheter att identifiera och anpassa sig efter demografiska förändringar, eftersom de ofta sker successivt. (Kotler & Armstrong, 1999)

#### 2.2.3.2 Ekonomisk miljö

Ekonomiska faktorer utgörs av sådant som inverkar på konsumenters köpkraft och köpbeteende, till exempel inkomstnivå och inkomstfördelning. Andra ekonomiska faktorer som kan behandlas vid en analys av den ekonomiska miljön är levnadskostnad, ränta, valuta samt inställning till sparande och lånande. (Kotler & Armstrong, 1999)

#### 2.2.3.3 Naturlig miljö

Naturresurser som påverkar eller har som potential att påverka ett företags verksamhet utgör den naturliga miljön. Tillgång till exempelvis frisk luft, rent vatten samt skog och mat är en viktig

faktor. Likaså bör tillgången på icke-förnyelsebara resurser, såsom olja, kol och mineraler, begrundas. Ytterligare faktorer som innefattas i den naturliga miljön är tillgången till råvaror, råmaterial och energikällor samt olika gällande miljökrav. (Kotler & Armstrong, 1999)

#### 2.2.3.4 Teknologisk miljö

Den teknologiska miljön består av faktorer som skapar ny teknologi, vilket framkallar nya produkt- och marknadsmöjligheter. Ny teknologi ersätter oftast en tidigare teknologi. Det är viktigt för ett företag att följa med i den teknologiska utvecklingen så att det undviker att hamna i en situation med omoderna och svårsålda produkter i sitt sortiment. Till följd av att teknologin blir alltmer komplex ökar behovet av att garantera säkerheten för användarna. Myndigheter upprättar därför ofta olika säkerhetsföreskrifter, som företagen måste följa. (Kotler & Armstrong, 1999)

#### 2.2.3.5 Politisk miljö

Den politiska miljön inbegriper lagar, myndigheter och lobbyorganisationer. En nations politiska miljö sätter gränser för ett företags aktiviteter. Det kan finnas regler kring till exempel konkurrens, miljöfrågor, produktsäkerhet, marknadsföring och prissättning. Även om lagar i allmänhet begränsar ett företags verksamhet kan olika typer av avregleringar uppenbara nya affärsmöjligheter. (Kotler & Armstrong, 1999)

#### 2.2.3.6 Kulturell miljö

Faktorer som påverkar ett samhälles grundläggande värderingar, preferenser, perception och beteende inbegrips i den kulturella miljön. Ett samhälles kultur kan beskrivas med utgångspunkt i människornas syn på sig själva och andra samt inställningen till organisationer, samhället, naturen och universum. (Kotler & Armstrong, 1999)

## 2.3 Redovisningsanalys

Ett företags årsredovisning utgör en central informationskälla i en värderares undersökning. Enligt Nilsson et al. (2002) är det viktigt att genomföra en redovisningsanalys, vilken syftar till att utreda om företagets årsredovisning verkligen avspeglar företagets faktiska prestation. Analysen inbegriper bland annat att identifiera vilka redovisningsval företaget har gjort och bedöma lämpligheten i dessa. Den är främst inriktad på att granska årsredovisningens resultaträkning, balansräkning och kassaflödesanalys.

Eftersom det är företagsledningen som har störst kännedom om företagets verksamhet är det den som är ansvarig för att korrekta bedömningar och val görs, så att redovisningen avspeglar företagets ekonomiska verklighet. Den grundläggande frågeställningen är hur företagets inbetalningar och utbetalningar skall periodiseras, alltså när de skall betecknas som intäkter och kostnader. En värderare bör spekulera i huruvida företagsledningen har incitament till att medvetet göra, eller underlåta att göra, vissa redovisningsval som resulterar i en högre eller lägre redovisad årsvinst. Sådana redovisningsval kan exempelvis gälla avskrivningstid, varulagervärdering, hantering av goodwill, avsättningar och definition av leasingavtal. Att det

uppstår en skillnad mellan företagets ekonomiska verklighet och redovisning behöver dock inte endast bero på företagsledningen, utan kan även vara ett resultat av alltför stela redovisningsregler. (Nilsson et al., 2002)

### **2.3.1 Redovisningsanalys med kvalitativa inslag**

En redovisningsanalys kan enligt Nilsson et al. (2002) delas in i fem steg. Redovisningsanalysen är ett kvalitativt sätt att söka uppfatta varningssignaler som indikerar en låg redovisningskvalitet. Det första steget inbegriper identifiering av företagets huvudsakliga redovisningsprinciper. Här skall värderaren titta på hur företaget hanterar redovisningen av väsentliga redovisningsposter. Exempelvis kan det gälla om företaget direkt kostnadsför eller aktiverar utgifter för marknadsföring samt forskning och utveckling. I steg två skall värderaren uppskatta graden av flexibilitet i företagets redovisning. En låg grad av flexibilitet kan leda till att berättigade justeringar inte kan göras därför att redovisningsreglerna förbjuder dem, medan en stor handlingsfrihet ger företagsledningen ökat utrymme till att medvetet vinkla redovisningen. Dessa förhållanden bör värderaren fundera kring, då det påverkar tillförlitligheten hos redovisningens informationsinnehåll. Steg tre inbegriper att företagets redovisningsstrategi utvärderas. Intressanta frågor som bör besvaras är: Tillämpar företaget samma redovisningsprinciper som andra aktörer i branschen? Har företagsledningen starka incitament för att påverka det redovisade resultatet? Har företaget nyligen ändrat tillämpade redovisningsprinciper? Har företagets redovisning historiskt varit tillförlitlig? (Nilsson et al., 2002)

I steg fyra skall årsredovisningens kompletterande information, till exempel fotnotsinformation, utvärderas. Årsredovisningens kompletterande information, alltså den kvalitativa och kvantitativa information som lämnas utöver det som är enlighet med lagstadgade krav och god redovisningssed, bör ge förklaringar till årets resultat, hur framtida strategier ser ut och vad som ligger till grund för olika redovisningsval. Det femte och sista steget i en redovisningsanalys innebär att potentiella varningssignaler identifieras. Exempel på varningssignaler som bör beaktas är oförklarade förändringar av företagets redovisningsval, en onormalt stor ökning av företagets kundfordringar eller varulager samt stora nedskrivningar av värdet på företagets tillgångar. (Nilsson et al., 2002)

Under en redovisningsanalys är det vanligt att justera för rörelsefrämmande eller jämförelsestörande poster, det vill säga sådana affärshändelser som inte kan anses vara en del av företagets kärnverksamhet. Exempel på sådana är resultat från avvecklad verksamhet, engångseffekter av ändrade redovisningsprinciper, ersättningar till följd av rättsliga processer avseende tidigare år, konsekvenser i årets redovisning av rättelser av felaktigheter från tidigare års räkenskaper och stora realisationsvinster eller -förluster. Det är upp till analytikern att göra en subjektiv bedömning av vilka poster som skall klassificeras som rörelsefrämmande eller jämförelsestörande poster. (Nilsson et al., 2002)

### **2.3.2 Redovisningsanalys med kvantitativa inslag**

En redovisningsanalys kan också, enligt Nilsson et al. (2002), genomföras med hjälp av nyckeltal. Genom att nyckeltal används för att utvärdera en redovisnings kvalitet ökar analysens kvantitativa inslag. I likhet med andra nyckeltalsanalyser bör nyckeltalen helst studeras både över

tid och i jämförelse med andra bolag i branschen. Analysen kan ta ansats i företagets omsättning eller kostnader.

Fyra nyckeltal utifrån ett företags omsättning kan användas för att identifiera en eventuell vinstmanipulation. Nyckeltalen är hämtade ur följande relation:

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

Nyckeltalen är:

1. 
$$\frac{\text{Omsättning}}{\text{Likvida medel från försäljning}}$$
2. 
$$\frac{\text{Omsättning}}{\text{Kundfordringar}}$$
3. 
$$\frac{\text{Omsättning}}{\text{Förutbetalda intäkter}}$$
4. 
$$\frac{\text{Omsättning}}{\text{Garantireserv}}$$

Nyckeltal nummer ett är viktigast att beakta. Om ett företag felaktigt överskattar sina intäkter genom olika redovisningsknep syns detta genom att nettoomsättningen ökar utan att någon motsvarande ökning sker i likvida medel från försäljning. Skulle nettoomsättningen öka medan de likvida medlen från försäljning inte ökar kan orsaken spåras genom användning av de tre sistnämnda nyckeltalen. (Nilsson et al., 2002)

Ett företag kan undervärdera sina rörelsekostnader, och därmed uppnå en högre redovisad periodvinst, genom att skjuta dem på framtiden. Det kan bland annat göras genom att aktivera kostnader som egentligen inte utgör någon tillgång eller att skriva av materiella eller immateriella tillgångar långsamt. För att undersöka om det förekommer manipulerade rörelsekostnader bör utvecklingen av företagets vinstmarginal och tillgångarnas omsättningshastighet iakttas. Dessa nyckeltal består av följande poster:

1. 
$$\text{Vinstmarginal} = \frac{\text{Resultat före finansiella poster}}{\text{Omsättning}}$$
2. 
$$\text{Tillgångars omsättningshastighet} = \frac{\text{Omsättning}}{\text{Totala tillgångar}}$$

Dessa nyckeltal bör observeras i relation till varandra. Att vinstmarginalen ökar eller är konstant samtidigt som omsättningshastigheten på tillgångarna minskar är ett tecken på att periodens kostnader är undervärderade och att det redovisade resultatet därför är för högt. Det motsatta förhållandet ger ett lägre redovisat resultat. En annan varningssignal för att kostnaderna skjuts upp i redovisningen är om omsättningshastigheten minskar eller förblir oförändrad samtidigt som tillgångarna ökar kraftigt. (Nilsson et al., 2002)

## 2.4 Finansiell analys

Nyckeltal kan vara viktiga hjälpmedel för att konstruera en balans- och resultaträkning som skall ligga till grund för en värdering. Nyckeltalen är också till hjälp för att jämföra det företag som skall värderas med andra företag, vilka verkar i samma bransch och som är av ungefär samma storlek som det studerade. (Hult, 1998) Nyckeltal fungerar på så sätt som underlag för prognoser om företagets utveckling och ligger till grund för beräkningar av dess värde.

Förutom de ovan givna motiven för en nyckeltalsanalys är kanske den främsta orsaken för denna typ av analys att reducera den osäkerhet som omgärdar en företagsvärdering. Viktigt att studera vid en nyckeltalsanalys är företagets resultaträkning, vilken kan ge värdefull information om företaget är välmående eller inte. (Hult, 1998)

Hult (1998) anger att nyckeltalsanalysen syftar till att värderaren skall

1. få underlag till att positionera företaget i förhållande till andra företag
2. få underlag till frågeställningar av typen "företagets kapitalbindning och företagets lönsamhetsutveckling"
3. få fram ett antal variabler som värderaren kan använda för att beräkna företagets utveckling (Hult 1998, s.117)

### 2.4.1 Lönsamhet

#### 2.4.1.1 Räntabilitet på totalt kapital ( $R_T$ )

Räntabilitet på totalt kapital är ett relationstal som omfattar ett företags alla intäkter och kostnader förutom de kostnader som har att göra med dess finansiering. Måttet tar inte hänsyn till hur en verksamhet är finansierad utan fokus ligger istället på att klargöra hur effektivt företaget lyckats att använda sina tillgångar. (Carlsson, 2004)

$$R_T = \frac{\text{Resultat efter avskrivningar} + \text{finansiella intäkter}}{\text{Genomsnittligt totalt kapital}}$$

Eftersom ingen hänsyn tas till de finansiella kostnaderna blir räntabilitet på totalt kapital finansieringsneutralt. Det innebär att företag kan jämföras med varandra avseende dess förmåga att generera avkastning på sina tillgångar. Detta oavsett hur respektive företags kapitalstruktur är sammansatt uttryckt i termer av soliditet. (Johansson et al., 2004 )

#### 2.4.1.2 Räntabilitet på eget kapital ( $R_E$ )

Räntabilitet på eget kapital är ett relationstal, vilket beskriver hur väl ett företag lyckats att förränta det egna kapitalet. Talet är främst intressant ur en ägare eller aktieägares perspektiv då det relaterar den del av årets intjänade medel som blir över till ägarna efter att övriga intressenter fått sin del (kunder, leverantörer, kreditgivare etcetera) med det egna kapitalet. (Johansson et al., 2004 )

$$R_E = \frac{\text{Resultat efter finansiella poster}}{\text{Genomsnittligt eget kapital}}$$

Förutom att visa hur väl företaget lyckats förränta det egna kapitalet beskriver också räntabilitet på eget kapital hur väl företaget lyckats med sin verksamhet under året. Det kan utläsas ur hävstångsformeln

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) * \frac{S}{E}$$

där  $R_T$  beskriver effektiviteten i produktionen och  $(R_T - R_S) * S/E$  hur denna finansierats (Hult, 1998).

## 2.4.2 Effektivitet

Ett viktigt begrepp inom företagsekonomi är effektivitet. Effektivitet har att göra med i vilken utsträckning ett företag lyckas uppnå sina mål. Enligt Ax et al. (2005) kan effektivitet därför sägas ange hur ”bra” eller ”dåligt” ett företag bedriver sin verksamhet. Effektivitet definieras i form av en relation mellan två storheter jämfört med det mål företaget satt upp. Storheterna som relateras till varandra är värdet av utflödet, det vill säga vad företaget lyckats åstadkomma, och värdet av inflödet, det vill säga resurser som använts för att genereras utflödet. (Ax et al., 2005)

$$\text{Effektivitet} = \frac{\text{Värdet av utflödet}}{\text{Värdet av inflödet}}$$

I samband med en diskussion kring effektivitet görs ofta en distinktion mellan yttre effektivitet och inre effektivitet, där dessa begrepp sammantaget utgör företagets totala effektivitet. Inre effektivitet kan betecknas som ”att göra saker rätt” medan yttre effektivitet handlar om ”att göra rätt saker”. Därmed fokuserar den inre effektiviteten på hur företaget hushåller med sina resurser, medan den yttre effektiviteten anger hur effektivt företaget är i dess relation med omvärlden. (Ax et al., 2005)

Enligt Bergmash et al. (1996) kan måttet omsättning per anställd sägas beskriva en blandning utav inre effektivitet och yttre effektivitet.

$$\text{Omsättning per anställd} = \frac{\text{Omsättning}}{\text{Antal anställda}}$$

Måttet beskriver hur effektivt ett företag utnyttjat sina resurser i form av dess personal. (Bergmash et al. 1996)

## 2.4.3 Ekonomisk ställning

### 2.4.3.1 Soliditet

Soliditet beskriver i vilken utsträckning ett företags tillgångar är finansierade med eget kapital. Soliditet beskriver därmed också företagets finansiella ställning och ger information om hur motståndskraftigt företaget är mot eventuella förluster i framtiden. Förklaringen till detta är att vinster och förluster ökar respektive minskar företagets egna kapital. (Johansson et al., 2004)

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Eget kapital}}{\text{Totala tillgångar}}$$

För att kunna ligga till underlag för slutsatser måste soliditetsmättet jämföras över tiden eller med andra företag. Ett soliditetsmått som uppvisar samma storlek över tiden där företagets tillgångar ökat tyder på att företaget varit lönsamt och finansierat tillväxten med sina intjänade medel. Det innebär att en viss procentuell ökning i tillgångarna också föranletts av en lika stor procentuell ökning i det egna kapitalet. (Johansson et al., 2004)

Det går inte att ange en allmän nivå på soliditet som alla företag bör uppvisa, utan denna är förknippad med den affärsmiljö företaget verkar i. Vissa branscher är mer känsliga för konjunktursvängningar än vad andra är. Konkurrensen i branschen påverkar också valet av soliditetsnivå, då en hög konkurrens kan påverka möjligheterna för en god lönsamhet. Företag som verkar i sådana branscher är därför utsatta för en högre risk än vad företag i mindre konjunkturkänsliga branscher är. Därmed kan också en högre grad av soliditet vara eftersträvarvärd då det ger ett visst skydd mot att hamna på obestånd i mindre gynnsamma tider. (Carlsson, 2004)

Det finns även andra fördelar med att uppvisa en bra soliditet. Det kan vara viktigt för att få tillgång till kapital från externa långgivare och det på bra villkor. En god soliditet kan också vara viktig för att kunna motstå förändringar i ränta och öka möjligheterna för att ett företag skall våga satsa i projekt som är riskfyllda, men vilka har stor potential att ge företaget viktiga fördelar i framtiden. (Johansson et al., 2004)

### 2.4.3.2 Likviditet

Likviditet beskriver ett företags förmåga att kunna betala sina kortsiktiga skulder. Beroende på hur snabbt ett företags tillgångar kan omvandlas i likvida medel brukar de kategoriseras i olika grupper, två av dessa är kassalikviditet och balanslikviditet.

Kassalikviditet beskriver ett företags kortsiktiga betalningsförmåga. För att kassalikviditeten skall anses vara tillfredställande bör mättet inte understiga 100 procent. Enligt Johansson et al., (2004) kan kassalikviditeten dock tillåtas vara lägre i vissa företag och högre i andra beroende på företagets verksamhet. Detaljhandelsföretag, vilka har en stor andel kontantbetalning och ett varulager som snabbt kan omsättas i likvida medel, kan tillåtas ha en kassalikviditet på 70 procent. För ett företag som säljer på kredit men själva köper kontant behöver istället kassalikviditeten vara runt 200 procent (Johansson et al., 2004).

Kassalikviditet omfattar de mest likvida tillgångarna och relaterar dessa till de kortsiktiga skulderna. Därmed erhålles ett mått på den kortsiktiga betalningsförmågan enligt följande:

$$\text{Kassalikviditet} = \frac{\text{Omsättningstillgångar} - \text{Varulager}}{\text{Kortfristiga skulder}}$$

Balanslikviditet är ytterligare ett sätt att mäta ett företags kortfristiga betalningsförmåga. Detta mått relaterar dock de totala omsättningstillgångarna till de kortfristiga skulderna och definieras enligt följande (Nilsson et al., 2002):

$$\text{Balanslikviditet} = \frac{\text{Omsättningstillgångar}}{\text{Kortfristiga skulder}}$$

Enligt Ax et al. (2005) bör detta mått överstiga 200 procent för att ett företag inte skall få problem betalningsförmågan på lite längre sikt än vad den kassalikviditeten anger.

## 2.4.4 Tillväxt

### 2.4.4.1 Omsättning

Omsättning, det vill säga rörelseintäkter, är nog det vanligaste sättet att mäta ett företags tillväxt. Att enbart studera omsättningen för ett år säger inget om ett företags tillväxt utan det är först när det studeras över tiden som tillväxten kan beskrivas. Genom att exempelvis relatera omsättningen för ett år med föregående år kan tillväxten i måttet beskrivas. Vanligt är också att tillväxten korrigeras för inflationens inverkan på företagets omsättning. Det kan göras genom att jämföra tillväxten med ett prisindex, exempelvis konsumentprisindex. (Nilsson et al., 2002)

Det är viktigt att undersöka huruvida ett företag vuxit organiskt eller genom förvärv då omsättningen jämförs över tiden. Då ett företag vuxit genom förvärv kan det förvärvade bolaget inkluderas i den historiska omsättningen. (Nilsson et al., 2002)

### 2.4.4.2 Tillgångar

Ett annat sätt att mäta ett företags tillväxt är genom att undersöka tillväxten i dess tillgångar över tiden. Vanligt är att tillgångarna relateras till omsättningen. Visar det sig att tillgångarna växer i snabbare takt än omsättningen kan det vara ett tecken på att företaget tar ett allt större kapital i anspråk för att generera dess omsättning. Å andra sidan kan det visa sig att företaget utnyttjar sitt kapital allt effektivare och lyckats generera en större tillväxt i omsättningen än vad som skett i dess tillgångar. (Nilsson et al., 2002)



## 2.5 Prognostisering

### 2.5.1 Kvantitativa metoder

#### 2.5.1.1 Glidande medelvärde

Ett sätt att bygga prognoser utifrån historiska data är att beräkna genomsnittet av alla tidigare gjorda observationer. Denna metod är dock inte speciellt lämplig då det kan ta lång tid för trender att visa sig i de gjorda prognoserna. Ett sätt att undkomma detta problem är att använda sig av glidande medelvärden. Det innebär att medelvärdet istället beräknas för ett antal av de senast gjorda observationerna. Därmed blir prognoserna mer relevanta. (Lantz, 2003) En prognos,  $F$ , för perioden  $t+1$  beräknas då utifrån observationerna  $D_t$ , där  $t=1,2,3\dots N-1$ , enligt följande:

$$F_{t+1} = \frac{D_t + D_{t-1} + \dots + D_{t-(N-1)}}{N}$$

Enligt Lantz (2003) är ett problem med glidande medelvärden att det inte finns något logiskt sätt att fastställa vilka historiska perioder som skall ingå i prognostiseringen, varför dessa får väljas godtyckligt.

### 2.5.2 Kvalitativa metoder

Kvalitativa eller subjektiva prognosmetoder bygger främst på mänskliga åsikter om framtiden. Dessa metoder är många gånger lika effektiva som mer sofistikerade prognosmetoder och saknas historiska eller kvantitativa data kan denna metod vara enda möjligheten för att göra uppskattningar om framtiden. (Lantz, 2003)

#### 2.5.2.1 Expertutlåtande

Expertutlåtande bygger på att prognoser upprättas efter vad en expert inom ett område förutspår om framtiden. En expert kan exempelvis vara en marknadschef, forskare eller extern konsult. Expertutlåtande är en billig form av prognostisering, men har ofta en lägre precision då den baseras på en persons bedömningar om framtiden. (Lantz, 2003)

#### 2.5.2.2 Expertpanel

Prognoser kan också upprättas genom att flera experter får göra bedömningar om framtiden och tillsammans nå konsensus. Denna prognosmetod är i grunden densamma som expertutlåtande, enda skillnaden är flera experter tillfrågas. Därmed blir prognoserna ofta mer tillförlitliga då de baseras på flera personers bedömningar om framtiden. (Lantz, 2003)

## 2.6 Proformamodell

En proformamodell ger underlag för att göra en prognostisering av ett företags framtida utveckling. Modellen är i grunden en prognostiserad resultat- och balansräkning och bygger på fundamentala redovisningsprinciper. Det innebär exempelvis att balansräkningen alltid måste balansera, det vill säga att totala tillgångar är lika med summan av eget kapital och skulder, samt att balanserade vinstmedel för ett år följer med till nästkommande år. För att resultat- och

balansräkningen skall balansera används vanligtvis en eller flera pluggar. En plugg är en post, vanligtvis i balansräkningen, som väljs utifrån analysen av företaget och som ökar eller minskar i relation till övriga poster i balansräkningen för att tillgångarna skall balansera med skulder och eget kapital. (Nilsson et al., 2002)

Till grund för den framtida utvecklingen ligger antaganden, vilka bygger på en analys av företaget och dess omgivning. Viktigt för att modellen skall beskriva företagets utveckling på ett bra sätt är att modellkonstruktören har god kunskap om företaget och hur det fungerar. (Nilsson et al., 2002)

Vid användning av en avkastningsbaserad värderingsmodell är proformamodellen värdefull, eftersom den ger information om hur företaget kan komma att utvecklas de kommande åren. Den är också användbar vid en scenario- och känslighetsanalys. (Nilsson et al., 2002)

## 2.6.1 Proformamodellens konstruktion

Proformamodellen konstrueras ofta i något kalkylprogram till följd av att flera poster i resultat- och balansräkningarna hänger ihop och beräknas samtidigt – något som kan vara komplicerat och tidsödande att göra för hand. De flesta proformamodeller bygger på att posterna i resultat- och balansräkningen är en funktion av omsättningen. Det hänger samman med uppfattningen att en ökning av försäljningen också leder till att företagets produktiva tillgångar måste öka, det vill säga sådana tillgångar som används för att skapa försäljningen. (Nilsson et al., 2002)

## 2.6.2 Antaganden

För att kunna prognostisera posterna i resultat- och balansräkningen måste antaganden om dessa göras. Till grund för dessa antaganden ligger resultaten utifrån tidigare analyser av företaget och dess omgivning, såsom strategisk analys, redovisningsanalys och finansiell analys. Av tabell 1 framgår ett exempel på antaganden som kan ligga till grund för en proformamodell:

<b>Antaganden för resultaträkningen</b>	<b>Antaganden för balansräkningen</b>
Omsättningen antas växa konstant med 10 % per år.	Anläggningstillgångarna uppgår till 60 % av nästa års budgeterade omsättning.
Rörelsekostnaderna uppgår till 80 % av omsättningen.	Omsättningstillgångarna uppgår till 20 % av omsättningen.
Räntan på företagets lån är 8 % av de långfristiga skulderna.	Långfristiga skulder är modellens plugg.
Skattesatsen är 28 %.	Kortfristiga skulder uppgår till 5 % av omsättningen.
Företaget delar ut 50 % av nettoresultatet.	

Tabell 1 - Antaganden till grund för proformamodell (Nilsson et al., 2002)

### 2.6.3 Resultaträkning och balansräkning

Efter att ha bestämt vilka poster som skall ingå i resultat- och balansräkningen samt antaganden som dessa skall bygga på kan proformamodellen konstrueras i ett kalkylprogram. Därvid konstrueras de logiska sambanden mellan posterna i resultat- och balansräkningen och antagandena som modellen bygger på. (Nilsson et al., 2002)

Av tabell 2 framgår en prognostiserad resultat- och balansräkning som sträcker sig från år 0, tidpunkten för prognostiseringen, till och med år 5.

<b>Antaganden</b>						
Försäljningstillväxt	10%	av föregående års omsättning				
Rörelsekostnad/omsättning	80%	av årets omsättning				
Ränta	8%	av årets långfristiga skulder				
Skattesats	28%	av resultat före skatt				
Utdelningsandel	50%	av årets resultat (efter skatt)				
Anläggningstillgångar/omsättning	60%	av nästa års omsättning				
Omsättningstillgångar/omsättning	20%	av årets omsättning				
Kortfristiga skulder/omsättning	5%	av årets omsättning				
<b>Resultaträkning</b>						
	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
Omsättning	5000	5500	6050	6655	7321	8053
Försäljningskostnader		-4400	-	-	-	-
			4840	5324	5856	6442
Räntekostnader		-310	-320	-330	-341	-352
Resultat före skatt		790	890	1001	1123	1259
Skatt		-221	-249	-280	-315	-352
<b>Årets resultat</b>		<b>569</b>	<b>641</b>	<b>721</b>	<b>809</b>	<b>906</b>
Utdelningar		285	321	360	404	453
<b>Kvarhållna vinstmedel</b>		<b>285</b>	<b>321</b>	<b>360</b>	<b>404</b>	<b>453</b>
<b>Balansräkning</b>						
	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
Anläggningstillgångar		3630	3993	4392	4832	5315
Omsättningstillgångar		1100	1210	1331	1464	1611
<b>S:a tillgångar</b>		<b>4730</b>	<b>5203</b>	<b>5723</b>	<b>6296</b>	<b>6925</b>
<b>Skulder och eget kapital</b>						
Aktiekapital	200	200	200	200	200	200
Balanserade vinstmedel	100	385	705	1065	1470	1923
Långfristiga skulder		3870	3995	4125	4260	4400
Kortfristiga skulder		275	303	333	366	403
<b>S:a skulder och eget kapital</b>		<b>4730</b>	<b>5203</b>	<b>5723</b>	<b>6296</b>	<b>6925</b>

Tabell 2 - Proformamodell (Nilsson et. al., 2002)

## 2.7 Värderingsmodeller

Det finns inom området värdering en rad olika modeller varefter ett företag kan värderas. Den grupp av värderingsmodeller som brukar benämnas förväntansteorier har sin grund i investeringsteorin. Bland dessa återfinns bland annat kassaflödesmetoden och nuvärdet av

framtida utdelningar, även kallad NUTDEL-metoden. Logiken bakom dessa metoder är att ett företag skall ses som vilken investering som helst och att dess värde för en investerare bestäms av de utdelningar investeringen kan generera i framtiden. Det finns också mer traditionella modeller för att värdering av ett företag vilka inte grundar sig i investeringsteorin. Bland dessa återfinns bland andra substansvärdering. (Hult, 1998)

### 2.7.1 Utdelningsbara medel som utgångspunkt för värdering

Denna värderingsmodell fokuserar på de utdelningsbara medel som företaget kan betala ut till sina ägare. I likhet med de övriga avkastningsbaserade modellerna diskonteras de uppskattade framtida utdelningarna till värderingstillfället. Därigenom erhålles ett värde på företagets egna kapital. (Nilsson et al., 2002)

Med denna metod beräknas företagets värde enligt följande (Nilsson et al. 2002):

$$V = \frac{U_1}{(1+r)} + \frac{U_2}{(1+r)^2} + \frac{U_3}{(1+r)^3} + \dots$$

Där V = Uppskattat värde på eget kapital vid värderingstidpunkten.  
r = Diskonteringsränta eller avkastningskrav.  
U = Framtida utdelningar för respektive period.

#### 2.7.1.1 NUTDEL-modellen

Hult (1998) presenterar en modell kallad NUTDEL, vilken beräknar ett företags värde utifrån dess framtida utdelningar. Modellen har fått sitt namn av de första bokstäverna i orden: nuvärdet av framtida **utdelningar**. Då metoden används prognostiseras vanligtvis utvecklingen av företagets tillgångar och skulder, varvid eget kapital kan beräknas som differensen mellan dessa, för en period om sju år framöver. Dock kan en prognosperiod mellan fem till sex år användas om tillgängligheten till data om den framtida utvecklingen, såsom en budget, är låg. (Hult, 1998)

Genom att sätta ett soliditetskrav för respektive prognostiserat år kan företagets framtida utdelningar erhållas, det vill säga företaget antas kunna betala ut den del av det egna kapitalet som överstiger soliditetsmålet. Enligt NUTDEL-modellen räcker det dock inte att enbart beräkna nuvärdet av de framtida utdelningarna för att beräkna ett företags värde. Även nuvärdet av dess slutvärde måste beaktas och adderas till nuvärdet av utdelningarna. Hur slutvärdet skall beräknas är dock inte givet och beror på vad värderarens uppfattning om företagets framtid. Slutvärdet kan beräknas på följande två vis: (Hult, 1998)

##### 1. beräkning av företagets försäljningsvärde

Företagets slutvärde kan beräknas som dess försäljningsvärde i sista prognosperioden, vilket bygger på att värderaren antar att företaget kommer att säljas under denna period. Enligt Hult (1998) är detta i många fall ett rimligt antagande och han menar att denna metod borde vara den gällande vid värdering av onoterade företag. Hult påpekar dock att det kan vara svårt att

beräkna försäljningsvärdet varför det prognostiserade egna kapitalet ofta används som en uppskattning detta.

## 2. beräkning av företagets likvidationsvärde

Enligt Hult (1998) kan företagets slutvärde även beräknas som dess likvidationsvärde. Likvidationsvärdet är tillgångarnas försäljningsvärde den sista prognosperioden minskat med skulderna.

Hult (1998) berättar även att någon form av utfalls- eller känslighetsanalys kan göras i samband med värderingen. Han säger att värderaren kan undersöka hur företagets värde förändras om några ingående variabler till prognostiseringen ändras.

### 2.7.2 Kassaflöde som utgångspunkt för värdering

Värdering kan även ske med hjälp av ett företags kassaflöden, det vill säga skillnaden mellan företagets in- och utbetalningar. Denna metod att värdera ett företag bygger på samma logik som metoden om utdelningsbara medel, det vill säga att företagets framtida kassaflöden diskonteras till värderingstidpunkten. Det som skiljer metoderna åt är att utdelningsbara medel faktiskt tillfaller ägaren medan kassaflödena anger vad företaget har potential att dela ut. Behovet av att hålla kvar hela eller delar utav företagets totala kassaflöde kan exempelvis bero på att det för tillfället befinner sig i en tillväxtfas och behöver likvida medel för att finansiera fortsatta investeringar. (Nilsson et al. 2002)

Ett företags värde kan beräknas med hjälp av kassaflödesmodellen enligt följande (Nilsson et. al., 2002):

$$V = \frac{KF_1}{(1+r)} + \frac{KF_2}{(1+r)^2} + \frac{KF_3}{(1+r)^3} + \dots$$

Där V = Uppskattat värde på eget kapital vid värderingstidpunkten.  
r = Diskonteringsränta eller avkastningskrav.  
KF = Framtida kassaflöden för respektive period.

### 2.7.3 Kalkylränta

Kalkylränta, vilken ofta också benämns diskonteringsränta eller avkastningskrav, är den ränta som används för att nuvärdesberäkna framtida avkastningar (och återfinns sålunda i ovan beskrivna avkastningsmodeller).

Enligt Hult (1998) är praktiker och teoretiker i stort ense om hur kalkylräntan skall beräknas för värdering utav aktier, vilket sker genom användandet av CAPM (Capaturity Asset Pricing Method). Hult skriver dock att denna metod inte är bruklig vid värdering av onoterade företag då det oftast inte finns en tillräckligt aktiv marknad som kan sätta adekvata priser. Istället menar han att varje värderingssituation är unik, vilket ger upphov till olika möjligheter för hur kalkylräntan kan bestämmas.

Hult (1998) redogör för tre möjliga sätt att bestämma kalkylräntan för onoterade företag.

### **1. Kalkylräntan = Avkastning på alternativa placeringar**

Detta sätt att bestämma kalkylräntan baseras på ett synsätt där en investerare har möjlighet att investera i ett av flera olika företag. Kalkylräntan anges då till möjlig avkastning på alternativa investeringar.

### **2. Kalkylräntan = Den faktiska kapitalkostnaden**

Kalkylräntan bestäms i detta fall utifrån företagets kostnad för tillskjutet kapital. Beräkningen sker utifrån företagets redovisning och baseras på den ränta och avkastning som långgivare respektive ägare kräver på den andel av företagets totala kapital som de ställt till dess förfogande. Eftersom beräkningarna utgår ifrån företagets redovisning bygger de också på historiska värden.

### **3. WACC**

Skillnaden mellan den faktiska kapitalkostnaden och WACC (Weighted Average Capital Cost) är att WACC utgår ifrån den ränta och avkastning som långgivare respektive ägare kräver på det kapital de ställt till företagets förfogande vid värderingstillfället. Vid användande av WACC som kalkylränta avspeglar den marknadens och långgivarnas aktuella krav vid värderingstillfället och inte deras historiska krav, vilket är fallet vid användande av den faktiska kapitalkostnaden.

## **2.7.4 Jämförande värdering**

Jämförande värdering är ytterligare en typ av avkastningsvärdering. Här utgår dock värderingen av ett företag ifrån användandet av olika värdemultipler. En av fördelarna med att använda värdemultipler är att de avspeglar hur marknaden värderar företag som har liknande eller samma typ av egenskaper. En nackdel med denna metod är dock att den inte beaktar att det kan förekomma skillnader i risk och skuldsättningsgrad mellan det företag som skall värderas och det eller de företag på marknaden som värdemultiplerna beräknats utifrån. (Nilsson et al. 2002)

### **2.7.4.1 P/E**

Värdering av företag med hjälp av P/E-tal (Price/Earnings) är en vanligt förekommande värderingsmetod. Metoden bygger på att ett företags värde bestäms vid en jämförelse av marknadsvärdet för ett eller flera andra företag, vilka liknar det studerade företaget. P/E-talet beskriver förhållandet mellan ett företags pris och dess resultat efter skatt. Förhållandet benämns även värdemultipl och beräknas först för det eller de företag vilka används som jämförelseföretag. Multiplerna multipliceras sedan med resultatet efter skatt för det företag som skall värderas och därmed erhåller det ett värde (Sevenius 2003).

Ett företags uppskattade värde beräknas på följande sätt med P/E-talet (Nilsson et al., 2002):

$$V = \frac{P}{E} * E_{Målföretaget}$$

Där	V	= Uppskattat värde på företaget som värderas.
	P	= Värde/priset för jämförelseföretaget.
	E	= Resultat efter skatt för jämförelseföretaget.
	$E_{målföretaget}$	= Resultat före skatt för det företag som värderas.

#### 2.7.4.2 P/B

I likhet med P/E-talet är P/B-talet också en värderingsmetod vilken bygger på jämförelser mellan företag som uppvisar samma eller liknande egenskaper. Vid en värdering baserad på P/B-talet jämförs företagets pris med värdet på dess bokförda egna kapital. För noterade bolag gäller att priset (täljaren) i formeln är priset för alla utestående aktier medan priset för onoterade företag hämtas från försäljningspriset för ett liknande företag. Värdet på eget kapital fås från företagets redovisning. (Sevenius, 2003)

Ett företags uppskattade värde beräknas på följande sätt med P/B-talet (Nilsson et al., 2002):

$$V = \frac{P}{B} * B_{Målföretaget}$$

Där	V	= Uppskattat värde på företaget som värderas.
	P	= Värde/priset för jämförelseföretaget.
	B	= Redovisat eget kapital för jämförelseföretaget.
	$B_{målföretaget}$	= Redovisat eget kapital för det företag som värderas.

Även om förhållandet mellan ett företags värde och dess egna kapital skiljer sig mellan olika företag och branscher ligger genomsnittet runt 250 procent för noterade företag på börsen. Det i sin tur pekar på att många företag anses vara mer värda än vad det egna kapitalet visar. (Hansson, 2005)

#### 2.7.5 Substansvärdering

Substansvärdering innebär att företagets värde beräknas utifrån dess tillgångar och skulder. Värderingen utgår i grunden ifrån värdet på företagets tillgångar och skulder i balansräkningen. Hänsyn skall dock tas till deras marknadsvärden för att på ett bättre avspegla det egna kapitalets verkliga värde. Justeringar för eventuella obeskattade reserver skall också göras för att på ett bättre sätt avspegla det egna kapitalets verkliga värde. (Sevenius 2003)

Nilsson et al. (2002) ger följande definition av substansvärdering:

*Substansvärdet är detsamma som värdet av investerat eget kapital i företaget, dvs. det sammanlagda marknadsvärdet på företagens tillgångar efter avdrag för marknadsvärdet på företagens skulder. (Nilsson et al., 2002 s. 63)*

Enligt Sevenius (2003) används substansvärdering i allt mindre utsträckning vid företagsförvärv, men metoden kan vara användbar i andra situationer vilka inte är av direkt affärsmässig art. Exempelvis kan skattemyndighetens värdering vid arv eller gåva utgöra ett exempel på när substansvärdering kan förekomma.

Ett företags substansvärde kan beräknas med följande formel (Nilsson et al., 2002):

*Substansvärde = Justerat eget kapital + Obeskattade reserver \* (1 - s)*

## 2.8 Syntes och val av teoretisk utgångspunkt

Tidigare i kapitlet har en mängd teorier med anknytning till ämnet företagsvärdering presenterats. De kan alla användas för att sortera och bearbeta information kring ett företag som skall värderas. För att analysen inte skall växa sig orimligt stor, vilket riskerar att få värderaren att mista fokus på vad som är relevant, kan det vara fördelaktigt att välja ut och använda endast ett fåtal teorier. Vilka teorier som skall tas med bör styras utifrån vilken värderingsprocess som värderaren har tänkt sig att använda, vilken pekar ut vilka typer av analyser som skall genomföras.

I denna undersökning kommer vi att använda oss av den värderingsprocess som Nilsson et al. (2002) presenterar. Denna process inbegriper tre typer av analyser, nämligen strategisk analys, redovisningsanalys och finansiell analys, samt prognostisering och värdering. Då redovisningsanalysen och den finansiella analysen är starkt inriktade mot fallföretaget och dess verksamhet har vi valt att låta den strategiska analysen fokusera på företagens omgivning. I den strategiska analysen kommer vi därför att använda oss av Porters femkraftsmodell (1990) och Kotlers makromiljömodell (1999). Femkraftsmodellen ser vi som ett utmärkt verktyg för att undersöka fallföretagets bransch med avseende på dess inre sammansättning samt de omgivande faktorer som inverkar på dess lönsamhetsnivå. Makromiljömodellen ger ett tydligt ramverk för att identifiera och utforska vilka faktorer i fallföretagets makromiljö som påverkar företagens verksamhet.

Redovisningsanalysen av fallföretaget kommer att bestå av både en kvalitativ och en kvantitativ analys. I den kvalitativa analysen kommer bland annat fallföretagets incitament till att vinkla redovisningen att behandlas. Den kvantitativa analysen tar avstamp i olika nyckeltal i syfte att bedöma hur väl redovisningen överensstämmer med företagens ekonomiska verklighet. Nyckeltal kommer även att utgöra grunden för den finansiella analysen. Den finansiella analysen kommer att rikta in sig på tre områden, nämligen fallföretagets effektivitet, ekonomiska ställning och tillväxt.

Den strategiska analysen, redovisningsanalysen och den finansiella analysen kommer att ligga till grund för prognostiseringen av fallföretagets framtida ekonomiska utveckling. Prognostiseringen



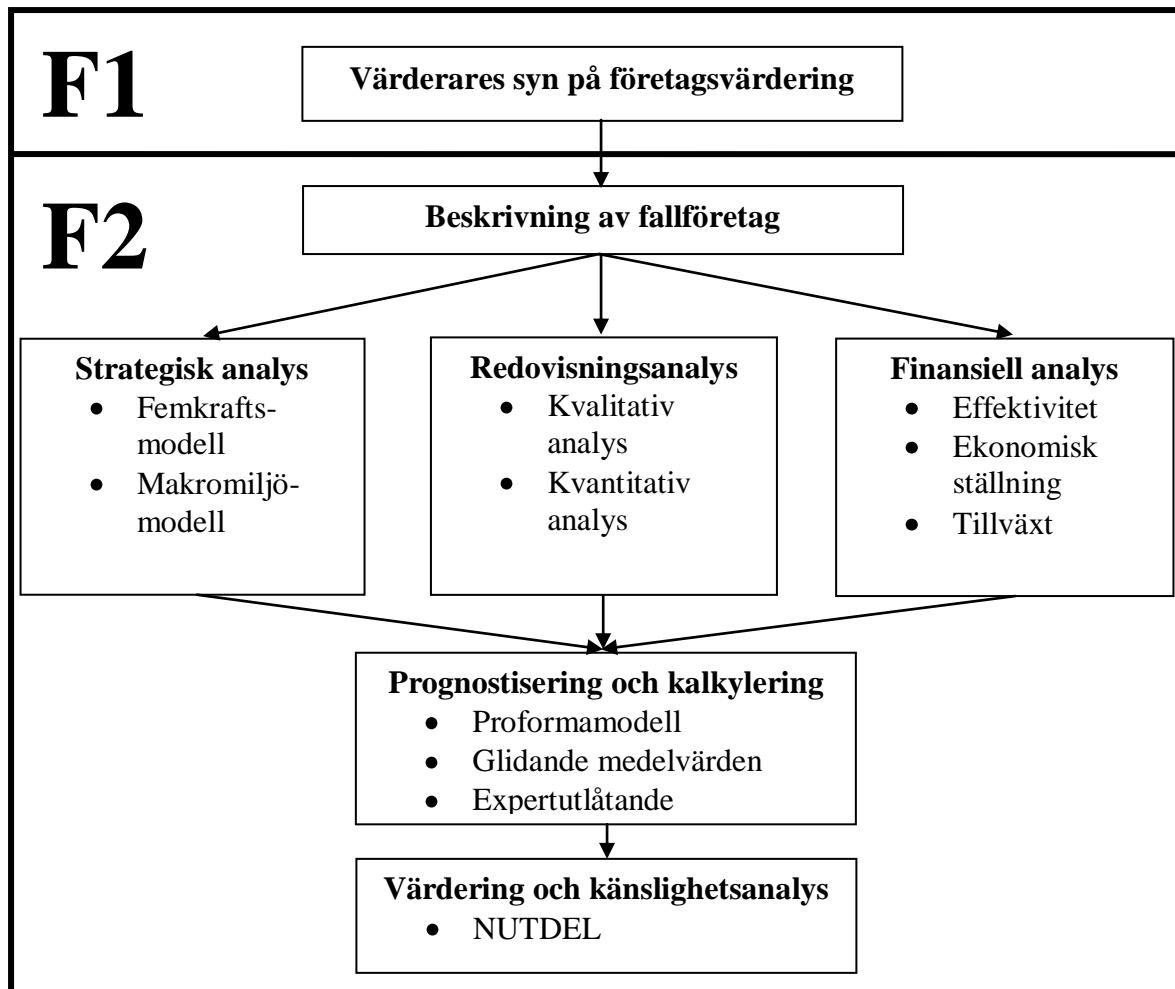
sker i samband med de antaganden som görs för kalkyleringen av fallföretagets framtida intäkter, kostnader och finansiella ställning. Antagandena rör bland annat företagets omsättning, vinstmarginal och soliditet. Vi kommer att använda oss av expertutlåtande och glidande medelvärde för att prognostisera fallföretagets framtid, det vill säga vi använder både en kvalitativ och en kvantitativ prognosmetod. Kalkyleringen kommer att genomföras via en proformamodell likt den som presenteras i avsnitt 2.6.

När kalkyleringen av fallföretagets ekonomiska utveckling har gjorts kommer den att ligga till grund för en värdering av undersökningens fallföretag. Vi väljer att använda NUTDEL (Hult, 1998), vilken definierar företagets värde som nuvärdet av dess framtida utdelning till ägarna. Valet att använda NUTDEL för värderingen kommer sig av att modellen stödjer sig i investeringsteorin samtidigt som den bygger på att företaget skall leva vidare i framtiden. För att nuvärdesberäkna utdelningarna kommer varje års utdelning att diskonteras med en kalkylränta som kan anses representera fallföretagets avkastningskrav.

## **2.9 Undersökningsmodell**

Studiens undersökningsmodell är uppdelad i två forskningsområden, vilket visas i undersökningsmodellen i figur 2. Det första forskningsområdet, F1, är främst knutet till ena delen av undersökningens syfte, nämligen att *undersöka* hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Här kommer vi att vända oss till yrkesverksamma värderare som utifrån egen erfarenhet kan bidra med förståelse kring begreppet företagsvärdering. Denna del är inriktad mot att svara på fråga ett utav de två frågor som är sammanbundna med undersökningens syfte, vilken lyder: Hur genomför yrkesverksamma värderare en företagsvärdering?

Undersökningsmodellens andra forskningsområde, F2, är framför allt knutet till andra delen av undersökningens syfte, nämligen att *visa* hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Här kommer vi att illustrera och exemplifiera hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Inledningsvis kommer fallföretaget att beskrivas. Därefter utförs en strategisk analys, en redovisningsanalys och en finansiell analys. Analyserna leder sedan fram till en prognostisering, kalkylering och värdering av företaget. Undersökningsmodellens andra del är främst inriktad mot att svara på fråga två utav de två frågor som är förenade med undersökningens syfte, vilken lyder: Hur kan en företagsvärdering genomföras i praktiken?



Figur 2 - Undersökningens undersökningsmodell

# Kapitel 3

## Metod

---

*I detta kapitel redogörs för undersökningens metodiska utgångspunkt och genomförande. Inom ramen för undersökningens utgångspunkt diskuteras undersökningens vetenskapliga förhållningssätt och klassificering, vilken bland annat omfattar datakällor och metod för datainsamling, undersökningens uppläggning, undersökningens syfte, undersökningens omfattning och undersökt tidshorisont. Vidare beskrivs fallstudien och intervjuernas genomförande under avsnittet undersökningens genomförande.*

---

### 3.1 Undersökningens utgångspunkt

#### 3.1.1 Undersökningens vetenskapliga förhållningssätt

Inom samhällsvetenskapen finns det två typer av forskningsideal en undersökning kan stödja sig i, nämligen positivism och hermeneutik. Positivismen hävdar att samhällsvetenskapen skall ta avstånd från sådant som inte är verkligt eller iakttagbart. I den vetenskapliga processen kan och måste det ske en åtskillnad mellan fakta och värderingar. Det hermeneutiska forskningsidealet hävdar att det inte går att skilja mellan fakta och värderingar. Att studera ett fenomen måste innebära att tolka detta, eftersom det är först när fenomen tolkas som de får en innebörd eller en betydelse. (Lundahl & Skärvad, 1992)

Vår undersökning syftar till att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Genom detta vill vi bidra till en ökad förståelse kring värderingsprocessen, bland annat identifiera och diskutera vad som påverkar ett företags värde, vilka antaganden som görs och vilka steg processen kan inbegripa. Vilket specifikt värde vi kommer fram till på fallföretaget i

undersökningen är forskningsmässigt av sekundär betydelse. För att uppnå undersökningens huvudsyfte finner vi det lämpligt att utgå från det hermeneutiska forskningsidealet, eftersom det ger utrymme för tolkning och subjektivitet.

Utifrån teorier och tidigare forskning i området förefaller det inte finnas något precist, säkert eller objektivt värde på ett företag (Sevenius 2003). Detta har sin grund i att en företagsvärdering i de flesta fall inbegriper bedömningar om företagets prestation i framtiden. Vad som händer i framtiden kan inte betecknas som fakta, utan värderingar krävs för att göra bedömningar om vad som kommer att ske.

En undersökning kan ha antingen en induktiv eller en deduktiv forskningsansats. Deduktion innebär att undersökaren först väljer ut ett antal teorier och sedan applicerar dessa på verkliga fenomen för att mäta och tolka dessa. Induktion innebär att undersökaren börjar med att förutsättningslöst studera verkligheten och därefter formulerar teorier om de fenomen som upplevts. (Eriksson & Wiedershiem-Paul, 2001)

Vår undersökning kommer i huvudsak att använda sig av en deduktiv forskningsansats. Undersökningen kan anses som deduktiv, eftersom den genomförs utifrån en i förhand bestämd teoretisk referensram. Vi har valt att stödja undersökningen i teoretisk litteratur för att öka tillförlitligheten i dess resultat.

### **3.1.2 Undersökningens klassificering**

Enligt Lundahl & Skärvad (1992) kan en undersökning klassificeras med utgångspunkt i sex stycken olika kriterier. Dessa kriterier är datakällor och metod för datainsamling, undersökningens uppläggning, undersökningens syfte, undersökningens omfattning, undersökt tidshorisont och undersökningens typ av data. Nedan kommer vår undersökning att klassificeras utifrån dessa kriterier.

#### **3.1.2.1 Datakällor och metod för datainsamling**

Det finns två övergripande typer av data – primärdata och sekundärdata. Primärdata avser material som utredaren själv insamlar för den specifika undersökningen. Sekundärdata utgörs av sådana data som har samlats in för en tidigare undersökning vars syfte skiljer sig från den aktuella utredningens syfte. Primärdata hämtas vanligen från människor och sekundärdata ur dokument. Primärdata samlas i regel in genom intervju, enkät eller observation. Intervjuer är standardiserade, semistandardiserade eller icke-standardiserade, beroende på i vilken grad utformningen och ordningsföljden av frågorna är bestämd på förhand. (Lundahl & Skärvad, 1992)

I vår undersökning kommer både primärdata och sekundärdata att användas. Att använda endast primärdata skulle innebära att undersökningen får ett stort utrymme för egna forskningsmässiga inriktningar, men den skulle samtidigt ta mycket tid och resurser i anspråk. Vid ensidigt nyttjande av sekundärdata skulle det omvända förhållandet råda. Att vi använder båda typerna av data bidrar till att undersökningen blir, relativt sett, såväl särpräglad som tids- och kostnadseffektivt utförd.

Vad gäller primärdata eftersträvar vi att få kontakt med personer som har yrkesmässig erfarenhet av att värdera företag. Deras upplevelser och kunskap om de praktiska aspekterna som omgärdar genomförandet av en företagsvärdering förväntas bidra till en ökad insikt i ämnet. Ytterligare en källa till primärdata är personer som arbetar på fallföretaget. Vår avsikt är att främst samla in data från personer som har en ledande befattning i det undersökta företaget, eftersom vi tror att de har en ökad kapacitet att ge oss en inblick i och förståelse av dess verksamhet. Vidare ämnar vi inhämta information från någon som har kunskap i hur fallföretagets bransch ser ut, till exempel en representant från branschorganisationen.

Insamlingen av primärdata kommer att ske genom intervjuer. Vi anser att intervju är ett mer lämpligt instrument än observation och enkät för att tillgodogöra oss den information som behövs för undersökningen. En semistandardiserad intervjumetod kommer att användas. Det innebär att huvudfrågorna på förhand är bestämda utifrån en frågeguide, men att det samtidigt finns frihet för att ställa uppföljningsfrågor (Lundahl & Skärvad 1992). Därmed ges möjlighet till att få uttömmande och nyanserade svar samtidigt som intervjun är inriktad mot ett förutbestämt mål. Vi strävar efter att få till stånd personliga intervjuer med samtliga intervjuobjekt. Är det inte möjligt att utföra en personlig intervju kan en telefonintervju eventuellt komma att genomföras istället.

Dokument av olika slag kommer att tjäna som sekundära datakällor. Insamlade sekundärdata kommer i första hand att vara knutna till fallföretaget. Sekundärdata som vi ämnar införskaffa och granska är det undersökta företagens årsredovisningar för ett par år tillbaka samt, om vi får tillgång till det, olika typer av företagsspecifika budgetar eller prognoser. Dessutom har vi för avsikt att samla in och studera tidningsartiklar, rapporter och prognoser av olika slag som innehåller information som vi anser tillför undersökningen värde. Sekundärdata kommer vi att försöka anskaffa från det undersökta företaget, men också från tidningar och elektroniska databaser. Tabell 3 ger en sammanfattande bild av vilka källor vi avser att insamla primärdata och sekundärdata från.

<b>PRIMÄRDATA</b>	<b>SEKUNDÄRDATA</b>
Personer som: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. arbetar med företagsvärdering</li> <li>2. har en ledande befattning i fallföretaget</li> <li>3. har kunskap om fallföretaget och dess bransch</li> </ol>	Dokument såsom: <ul style="list-style-type: none"> <li>• fallföretagets årsredovisningar, budgetar och prognoser</li> <li>• övriga tidningsartiklar, rapporter och prognoser</li> </ul>

**Tabell 3 – Informationsbehov**

### 3.1.2.2 Undersökningens uppläggning

Enligt Lundahl & Skärvad (1992) finns det två utgångspunkter för en undersöknings uppläggning, nämligen experimentell och icke-experimentell utgångspunkt. Experimentell utgångspunkt innebär att någon typ av experiment, till exempel laboratorie- eller fältexperiment, ligger till grund för undersökningen. Icke-experimentell utgångspunkt anses de undersökningar ha som inte obetingat kan klassificeras som en experimentell undersökning. Exempel på sådana

undersökningar är frågeundersökningar och fallstudier. Fallstudier innebär att utredaren undersöker ett litet antal objekt i en stor mängd hänseenden. Som forskningsmetod kan fallstudier användas i syfte att exemplifiera och illustrera, skapa hypoteser, förändra eller skapa ny teori. (Eriksson & Wiedershiem-Paul, 2001)

Med utgångspunkt i undersökningens övergripande syfte och de till den tillhörande frågeställningar kan undersökningens uppläggning på det övergripande planet karaktäriseras som icke-experimentell. För att kunna besvara fråga två, det vill säga att visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken, samt utforska forskningsområde F2 måste vi kunna exemplifiera och illustrera företeelser kopplade till ett praktisk genomförande av en företagsvärdering. Undersökningen kommer därför att ha ett undersökningsobjekt, ett företag, vilket kommer att analyseras utifrån en mängd avseenden, till exempel produkter, organisation, strategier, bransch och omvärld. Vad beträffar forskningsområde F2 karaktäriseras den föreliggande undersökningen därför även som en fallstudie.

### 3.1.2.3 Undersökningens syfte

Det finns fem olika inriktningar för en undersökning med utgångspunkt i dess syfte, nämligen explorativ, beskrivande, förklarande, diagnostisk och utvärderande inriktning. En beskrivande undersökning kan exempelvis användas till att beskriva ett förlopp. Då är det viktigt att undersökaren gör en relevant och meningsfull fasindelning. Det finns två angreppssätt för en fasindelning, nämligen att denna utvecklas successivt genom undersökningen eller att den är bestämd på förhand. Vilket angreppssätt som bör användas beror på om det innan undersökningen inleds finns en meningsfull och användbar fasindelning att tillgå eller inte. (Lundahl & Skärvad, 1992)

Med utgångspunkt i vår undersöknings syfte, undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken, kommer undersökningen att ha en beskrivande inriktning. Att undersökningen har en beskrivande inriktning innebär inte att dess avsikt är att utföra en deskriptiv beskrivning av ett företag och dess omvärld. Istället är det själva värderingsprocessen som skall beskrivas, det vill säga illustreras och exemplifieras. Värderingsprocessen kan sägas utgöra ett förlopp, som vi ämnar beskriva. Då det finns rikligt med litteratur och information kring vilka delar som bör ingå i en värderingsprocess, väljer vi att använda en fasindelning som är bestämd på förhand (Nilsson et al., 2002; Hult, 1998).

### 3.1.2.4 Undersökningens omfattning

En undersöknings omfattning kan vara av två slag – totalundersökning eller stickprovsundersökning. Vid en totalundersökning undersöks samtliga enheter i en definierad population. I en stickprovsundersökning undersöks endast vissa enheter av populationen, av vilka utredaren därefter söker generalisera resultatet från stickprovet till populationen. (Lundahl & Skärvad, 1992)

I en stickprovsundersökning måste en urvalsmetod fastställas, vilken syftar till att precisera hur undersökaren skall gå till väga i sin process med att välja ut enheter att undersöka närmare. Det finns två typer av urvalsmetoder att välja mellan – sannolikhetsurval och icke-sannolikhetsurval.

I ett sannolikhetsurval sker selekteringen slumpmässigt och alla enheter i urvalsramen har en känd sannolikhet att komma med i urvalet. I ett icke-sannolikhetsurval är urvalet baserat på undersökarens egen bedömning och uppfattning. (Lekvall & Wahlbin, 2001)

Vår undersökningens övergripande syfte är att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Två urval kommer att ske i undersökningen, nämligen valet av värderingsprocess samt valet av fallföretag. Valet av värderingsmodell redogörs för i uppsatsens teoretiska syntes i avsnitt 2.8. Vad gäller valet av fallföretag kan urvalet kategoriseras som ett stickprov, eftersom vi ämnar genomföra en fallstudie av endast ett företag.

Ett specifikt fallföretag kommer att utväljas med utgångspunkt i ett icke-sannolikhetsurval, alltså är det våra egna bedömningar och uppfattningar som styr vilket företag som väljs. Till följd av begränsat tidsutrymme för att genomföra undersökningen samt att en fallstudie fordrar en nära kontakt med fallföretaget ser vi det som en stor fördel och närmast en nödvändighet att fallföretaget ligger geografiskt nära basen för uppsatsens genomförande, nämligen Göteborg.

### 3.1.2.5 Undersökt tidshorisont

Enligt Lundahl & Skärvad (1992) kan en undersökning klassificeras antingen som en historisk studie eller som en framtidsstudie, beroende på om den syftar till att inhämta kunskap om sådant som har inträffat eller om sådant som skall inträffa. De menar dock att kategoriseringen inte är ömsesidigt uteslutande, exempelvis till följd av att studier om framtida fenomen ofta tar sin utgångspunkt i historiska utvecklingsförlopp.

Vår undersökning syftar till att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. De flesta värderingsmodeller kräver att ett företags framtida kassaflöden eller avkastning estimeras. Teorierna utgår från att det är företagets framtida värdeskapande för ägarna som utgör dess värde idag. Vår undersökning kan således betecknas som en framtidsstudie, då den kommer att göra uppskattningar om framtiden. Undersökningen måste dock, precis som Lundahl & Skärvad (1992) antyder ofta behövs, i viss utsträckning ta ansats i historiska data för att rimliga antaganden om framtiden skall kunna göras.

### 3.1.2.6 Undersökningens typ av data

Beroende på vilken typ av data en undersökning avser att basera sina slutsatser på kan undersökningen betecknas som antingen kvantitativ eller kvalitativ. Kvantitativa undersökningar baserar sina slutsatser på kvantifierbara data, medan kvalitativa undersökningar drar slutsatser utifrån data som inte är meningsfullt att kvantifiera (Lundahl & Skärvad, 1992).

Vår undersökning kan sägas vara en blandning av en kvalitativ och en kvantitativ undersökning, då både kvalitativa och kvantitativa data kommer att samlas in, analyseras och utgöra en grund för undersökningens slutsats. Undersökningens syfte, att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken, kan enligt oss inte besvaras om enbart kvantitativ eller kvalitativ data ensidigt skulle användas. Det grundar sig i syftets beskaffenhet, som både har en undersökande och beskrivande inriktning, vilken ställer krav på att utforska och illustrera hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Denna process kräver enligt oss att utrymme

ges för subjektiva tolkningar samtidigt som kvantitativa data också måste behandlas. Kvalitativa data ger därmed möjlighet att samla in och göra tolkningar av data som inte är meningsfull eller ens möjlig att beskriva i form av kvantitativa termer, exempelvis information inhämtad i samband med intervjuer som uttrycker intervjuobjektens åsikter. Samtidigt anser vi att en kvalitativ metod skulle komma till korta i jämförelse med kvantitativa metoder vid analys av data som kan uttryckas i kvantitativa termer. Här ger den kvantitativa analysmetoden ett bättre resultat då den inte riskerar att störas av våra åsikter som tolkande subjekt utan på ett mer objektivt vis beskriver den inneboende karaktäristiken hos analyserade data.

### 3.1.3 Mätning

#### 3.1.3.1 Mätinstrument

Då undersökningen vilar både på kvalitativa och kvantitativa data, vilka vi avser att insamla genom intervjuer och studier av olika dokument och artiklar, blir vi som forskare viktiga instrument för att registrera dessa (Backman 1998). Vår avsikt är att låta spela in intervjuerna för att reducera den påverkan som vi kan utöva över insamlandet av kvalitativa data i samband med intervjuernas genomförande. Vårt syfte med detta handlande är att vi skall reducera riskerna för att vi missar att notera något av det som sägs under intervjuerna. Ytterligare en faktor som vi hoppas kunna undvika genom att spela in intervjuerna är att vi tolkar resultatet redan vid intervjuernas genomförande, och inte i efterhand vilket är vederbörligt, och på så sätt inför felaktigheter i registreringen av data. Att forskaren kan introducera fel i insamlade data genom att tolka intervjuerna vid deras genomförande påpekas av Lekvall & Wahlbin (1993).

#### 3.1.3.2 Validitet

Validitet är ett mått på i vilken grad en mätmetod är fri från systematiska och slumpmässiga fel. Måttet beskriver vidare i vilken utsträckning undersökningen mäter vad den avser att mäta. (Kinnear & Taylor, 1996) Enligt Lekvall & Wahlbin (1993) är det omöjligt att exakt fastställa hur valid en mätmetod är. Att uppskatta validiteten är särskilt svårt i en kvalitativ studie, enligt Davidsson och Patel (1996). De menar att det är upp till läsaren av en studie att själv avgöra huruvida undersökningen har en tillfredsställande validitet eller inte. En bedömning av en undersöknings validitet bör omfatta hela forskningsprocessen, bland annat gjorda val och i vilket sammanhang studien utförs.

Vi har på olika sätt arbetat med att stärka validiteten i vår undersökning. Bland annat har vi försökt att uppnå en god validitet genom att beskriva vilka metodiska val som gjorts inför och under genomförandet av undersökningen. Utifrån vad Davidsson och Patel (1996) hävdar är det upp till läsaren att ytterst bedöma och utvärdera de ansträngningar som gjorts för att stärka undersökningens validitet.

#### 3.1.3.3 Reliabilitet

Reliabilitet är ett mått på i vilken grad en mätmetod är fri från slumpmässiga fel. I en mätning som utförs flera gånger och vars resultat är relativt oförändrat, kan reliabiliteten anses vara hög. (Lekvall & Wahlbin, 1993)



Vi har arbetat för att minimera slumpfelen i de mätmetoder som använts under arbetets gång. Eftersom vi själva är ett centralt mätinstrument finns det risk för att vi själva inför fel i mätningen. Detta kan bland annat ske genom att vi missuppfattar och felbedömer de intervjuades svar. För att reducera risken för detta slumpfel har vi låtit spela in alla intervjuer förutom en (telefonintervjun). Dessutom har vi båda varit närvarande och fört anteckningar vid varje intervju. Direkt efter varje intervju har vi upprättat ett textreferat baserat på våra anteckningar och den gjorda inspelningen.

Enligt Lekvall & Wahlbin (1993) kan en intervju med en person i för denne en okänd miljö vara en källa till att slumpfel uppstår i mätmetoden. Därför har alla våra intervjuer genomförts på intervjuobjektens respektive arbetsplatser. För övrigt har vi stärkt undersökningens reliabilitet genom att formulera oss tydligt när vi ställde frågor under intervjuerna samt låtit intervjuobjekten förtydliga de svar som av oss upplevdes oklara.

## **3.2 Undersökningens genomförande**

### **3.2.1 Fallstudiens genomförande**

Fallföretaget i undersökningen är Jernevikens Maskin AB. Det är ett onoterat industriföretag med nio anställda, vars produktion och verksamhet har sin bas i Göteborg. Vi har vid två tillfällen, 7 och 13 december 2007, besökt Jernevikens Maskin AB och intervjuat utvalda medarbetare. Vid det senare av dessa tillfällen satt vi och skrev på plats för att tillgodogöra oss en bättre uppfattning om företaget. Medarbetarna på Jernevikens Maskin AB har gett oss ett varmt mottagande och har varit tillmötesgående vad gäller att lämna olika dokument och uppgifter som rör företaget. Vi har bland annat fått ta del av detaljerade årsredovisningar på kontonivå för åren 2003 till 2006 samt fullständiga uppgifter om bolagets försäljning och kundregister. Medarbetarna har tagit sig god tid att tala med oss och har varit öppna angående deras syn på och tankar om företagets nuvarande och framtida situation. Förutom att tala med företagets medarbetare har vi fått en guidad visning och presentation av företagets produktion och lager.

### **3.2.2 Val av intervjuobjekt**

Sammanlagt har nio personer intervjuats för studien. Fyra av personerna kan betecknas som värderare, fyra personer arbetar på fallföretaget Jernevikens Maskin AB och en person arbetar på branschorganisationen för fallföretagets bransch, SSDL. En presentation av respektive intervjuobjekt återfinns i bilaga 4.

Valet av respondenter gjordes utifrån undersökningens övergripande syfte samt de till detta tillhörande frågor. För att besvara fråga 1, vilken ligger till grund för att undersöka hur yrkesverksamma värderare genomför en företagsvärdering, valde vi att intervju fyra stycken värderare, vilka arbetar mer eller mindre på daglig basis med företagsvärdering. Av oss ansågs dessa personer besitta den typ av kunskap som skulle kunna besvara frågan då deras praktiska erfarenhet är relevant för att undersöka hur de genomför en företagsvärdering.

Då vi även valt att utföra undersökningen som en fallstudie intervjuades personer i anslutning till fallföretaget, Jernevikens Maskin AB. Personerna som kom att intervjuas var alla tjänstemän med någon form av ansvar inom organisationen. Dock hade inte alla ledningsansvar, något som vi under undersökningens uppläggning eftersträvade att alla intervjuobjekt skulle ha. Att vi frångick denna strävan berodde dels på att Jernevikens är ett litet företag, vilket innebär att den enda person som har ledningsansvar är ägaren Owe Person, samtidigt visade det sig att tjänstemännen var delaktiga i många av företagets beslut och att de hade god insikt i dess verksamhet. Därmed ansåg vi att dessa personer skulle kunna ge information av ungefärlig motsvarande kvalitet som ledningsansvariga skulle kunna göra. Självfallet intervjuades också ägaren Owe Persson, den enda personen inom Jernevikens med formellt ledningsansvar. I linje med studiens uppläggning kontaktades också Gunnar Öijvall, VD på branschorganisationen SSDL, i syfte att ge insikter om fallföretagets bransch.

### **3.2.3 Genomförande av intervjuer**

Nio personer intervjuades för att samla in primärdata till studien. Samtliga av de fyra personer som arbetar med företagsvärdering intervjuades genom personlig intervju. Intervjuerna ägde rum på respektive persons arbetsplats, vilka alla är lokaliserade i centrala Göteborg. De medarbetare på Jernevikens som intervjuades, alltså fyra personer, intervjuades vid Jernevikens kontor i Göteborg via personliga intervjuer. Den nionde intervjun, den med VD:n för branschorganisationen SSDL, ägde rum via telefon. Att det blev en telefonintervju beror på att Öijvall arbetar och befinner sig i Stockholm, varför vi ansåg att en personlig intervju skulle ta orimligt mycket resurser i form av tid och pengar i anspråk.

Intervjuerna som ägde rum präglades av en god och avslappnad stämning. Att vi använde oss av semistandardiserade intervjuguider medförde att den som intervjuades gavs tillfälle att ge uttömmande och lediga svar, samtidigt som vi kunde leda intervjun mot ett tänkt mål. Vi hade en förbestämd struktur på frågorna för att vi senare skulle kunna bedöma samstämmigheten mellan de intervjuades svar på respektive fråga. Intervjuerna med värderarna utgick från en och samma intervjuguide, vilken presenteras i bilaga 1. En annan intervjuguide användes vid intervjuerna med medarbetarna på Jernevikens, vilken presenteras i bilaga 2. Även om samma intervjuguide användes för samtliga medarbetare lades det extra tyngd på olika frågor för olika medarbetare utifrån vad deras huvudsakliga arbetsuppgifter i företaget är. Telefonintervjun utgick från en tredje intervjuguide, som liksom de övriga två var semistandardiserad. Denna intervjuguide presenteras i bilaga 3.

Varje intervjutillfälle med värderarna pågick i omkring en timme. Intervjutillfällena med Jernevikens medarbetare var något längre, i de flesta fall uppemot en och en halv timme. Telefonintervjun försiggick i cirka 40 minuter. Alla intervjuer, förutom telefonintervjun, bandades med hjälp av en mobiltelefon med inbyggd inspelningsfunktion. Vid varje tillfälle var vi båda närvarande och förde anteckningar av de intervjuades svar.

# Kapitel 4

## Värderares syn på företagsvärdering

---

*I detta kapitel redogörs för fyra professionella värderares tankar och erfarenheter kring företagsvärdering. Redogörelsen utgår från värdet av ett företag, varvid värderarna återger sin syn på definitionen av ett företags värde och varför ett företag är värdefullt. Vidare redogörs för hur värderarna gör för att uppskatta värdet av ett företag varvid utformningen av en värderingsprocess, utmaningar vid en värderingsprocess och att bedöma värdet av en värdering behandlas.*

---

### 4.1 Värdet av ett företag

#### 4.1.1 Definition av ett företags värde

Det råder en god samstämmighet bland de intervjuade värderarna att ett företags värde skall definieras som nuvärdet av dess framtida kassaflöden. Metoden att uppskatta ett företags värde utefter dess diskonterade framtida kassaflöden bygger på tanken om ”going concern”, det vill säga att företagets verksamhet fortlever en lång tid framöver. Värderarnas definition av ett företags värde ligger i linje med vad teorier på området säger. Investeringsteorin förespråkar att värdet av en investering, till exempel i ett företag, skall basera sig på dess framtida avkastning.

Enligt värderarna har ett företag inte ett exakt och stabilt värde, utan det är föränderligt. Att det inte finns något givet värde och att det förändras beror på att det är företagets framtida prestation som ligger till grund för dess värdering. Således förändras det uppskattade värdet löpande när ny information finns att tillgå eller när nya trender uppstår.

Huruvida det skall göras en distinktion mellan ett företags värde och dess pris råder det till viss del delade meningar om. En värderare hävdar att ett företags värde är vad någon är beredd att betala för det. En annan värderare menar att det bör göras en åtskillnad mellan företagets värde och dess pris. ”Priset är vad en köpare kan tänkas betala, medan värdet är värdet. Värderingsvärde och köpvärde behöver inte alltid överensstämma.”

#### **4.1.2 Varför ett företag är värdefullt**

De intervjuade värderarna anser att ett företag kan skapa värde på flera olika sätt, men framhåller att dess huvudsakliga uppgift är att ge avkastning till ägarna och att detta är den avgörande orsaken till att ett företag är värdefullt. Denna syn kring ett företags värde överensstämmer med investeringsteorin. Victor Siewertz menar att utifrån ett Investment banking-perspektiv utgörs värdet på ett företag av en siffra och det är värdefullt till följd av att ”det går att göra pengar på det”. Även om företaget i viss mån skapar värde genom att sysselsätta människor har han aldrig varit med om att någon köpt ett bolag ”för att de anställda skall ha någonstans att gå”. Vidare menar Siewertz att det starkaste motivet till att köpa eller inneha ett bolag är alltid att tjäna pengar. Även om ett företag köps upp för dess marknadsandel eller teknologi är ändå grundorsaken till köpet att det skall leda till att vinsterna i det förvärvande bolaget ökar.

Håkan Bohlin har en liknande uppfattning om varför ett företag är värdefullt. Ett företag är värdefullt eftersom det skapar värde för dess ägare. Således skall ett företagsvärde betraktas ur ett ägarperspektiv. Han framhåller att det finns intressentmodeller som säger att ett företag även skall tillfredsställa andra intressenter än ägarna, till exempel anställda, leverantörer och stat. Håkan Bohlin påpekar emellertid att sådana modeller ”bara snurrar till det” och att som värderare ”skall man inte se till andra än ägarna”. Företaget är alltså värdefullt då det skapar värde för ägarna ”genom att göra framtida utdelning möjlig”.

## **4.2 Att uppskatta värdet av ett företag**

### **4.2.1 Utformningen av en värderingsprocess**

Bland de intervjuade värderarna varierar tillvägagångssättet vid en företagsvärdering något. Det går inte att urskilja ett standardiserat sätt, eller en och samma process, som alla värderare följer för att erhålla värdet på ett företag. Dock går det att uppfatta mönster i olika värderares arbetsgång, som pekar på att en företagsvärdering följer följande tre huvudsteg:

#### *1. Genomförande av en fundamentalanalys av företaget och dess omgivning.*

För att bedöma ett företags förutsättningar och framtida potential genomförs en fundamentalanalys av företagets verksamhet och miljö, vilket ligger i linje med den värderingsprocess som Nilsson et al. (2002) förespråkar. Både Jonas Eixmann och Victor Siewertz framhåller att de genomför fundamentalanalyser vid en företagsvärdering. Håkan Bohlin säger att han analyserar företagets produkter, miljö och intjäningsförmåga. Han bedömer att hela 75 till 80 procent av värderingsprocessen går ut på att göra bedömningar av detta slag. Även

Fredrik Stenman betonar vikten av att undersöka företagets verksamhet och dess miljö, vilket görs i syfte att bedöma hur väl företaget kommer att kunna konkurrera fortsättningsvis.

*2. Skapande av en prognostiserad modell över företagets resultaträkning och balansräkning, varifrån framtida kassaflöden kan erhållas.*

Värderarnas svar tyder på att de bygger modeller i någon form av kalkylprogram för att prognostisera företagets framtid. Modellernas omfattning varierar dock mellan värderarna. Vissa modeller innehåller flera hundra rader med många olika variabler, medan andra modeller ger enklare prognoser över en möjlig utveckling av företagets resultaträkning och balansräkning. Syftet med modellerna är att beräkna de framtida kassaflödena under prognosperioden, vilka sedan används för att beräkna företagets värde.

Victor Siewertz berättar att han använder sig av en Enterprise Value-modell. Modellen är uppbyggd för att prognostisera företagets framtida resultaträkning och balansräkning, utifrån vilka företagets framtida kassaflöden därefter kan uppskattas. I modellen relateras ett flertal olika variabler till företagets omsättning. När företagets omsättningstakt är estimerad kommer således övriga variabler i modellen att röra sig i samma takt. Jonas Eixmann använder också en prognosmodell i sitt värderingsarbete. Han berättar att de har byggt ”feta modeller med ett par hundra rader och många olika variabler, till exempel pris, volym och valuta”. Eixmann ser emellertid även en styrka i att använda sig av en mindre modell. En mindre modell gör det möjligt att i högre grad förstå hur de olika antagandena har påverkat slutvärdet. Håkan Bohlin framhåller att en prognosmodell i så hög grad som möjligt skall beskriva verkligheten. Han varnar för att använda sig av en alltför avancerad modell, då värderaren riskerar att förledas att tro att prognosen är mer tillförlitlig bara för att modellen ger fler och mer exakta värden. En avancerad modell riskerar att leda till ”avancerad skit”, enligt Bohlin.

*3. Användandet av diskonterade kassaflödesmodeller för att erhålla ett företags värde.*

Det allra tydligaste mönstret bland värderarna uppenbarar sig angående deras val av värderingsmodell. Alla ger uttryck för att ett företags värde är värdet av dess framtida avkastning och därför använder de sig av diskonterade kassaflödesmodeller, en metod som är i linje med det teoretiska värdet av ett företag. Jonas Eixmann säger att ”alla använder nuvärdesmetoder oavsett bolagsstorlek” på företaget värderingen avser. Själv använder han sig av diskonterade kassaflöden när han värderar ett företag. Håkan Bohlin berättar att det är lämpligt att använda WACC som uträkningsmetod för avkastningskravet när kassaflödena skall nuvärdesberäknas. Eixmann säger att Andra AP-fonden normalt använder åtta procent som WACC i sina avkastningsmodeller.

Utöver vad som sagts ovan berättar flera värderare att vissa överslagsberäkningar kan göras för att få fram ett ungefärligt värde på ett företag. Fredrik Stenman berättar att ”fem gånger årsvinsten” är ett mått som kan användas i detta sammanhang. Victor Siewertz framhåller att ”vid överslagsberäkningar kan ett företagsvärde beräknas som 3-4 gånger årsvinsten plus eget kapital”. Ett annat sätt är att ta EBITDA, alltså vinsten före ränta, skatt och avskrivningar,

multipliserat med 4-6. Vad vi erfar finns det dock inget teoretiskt stöd för att dessa metoder är tillförlitliga vad gäller beräkning av ett företags värde.

#### **4.2.2 Utmaningar vid en företagsvärdering**

Vid genomförandet av en företagsvärdering tyder värderarnas åsikter på att den största utmaningen grundar sig i osäkerheten om framtiden, vilket gör det svårt att upprätta tillförlitliga prognoser. Jonas Eixmann säger att ”prognossäkerheten är det svåraste – man försöker minimera felet”. Victor Siewertz framhåller att ”prognostiseringen och bedömningen av framtiden” är den största utmaningen vid en företagsvärdering. Håkan Bohlin talar om ett par faktorer som är viktiga för att göra en tillbörlig prognostisering om framtiden. Först och främst måste värderaren kunna finansmatematik för att undvika att räkna fel. Därtill måste han förstå vilka antaganden som är rimliga att göra och vilka risker som finns kring varje antagande. För att göra en riktig bedömning bör värderaren även ha förståelse för vad som är specifikt för just den bransch som företaget verkar i.

Förutom generella utmaningar med en företagsvärdering tillkommer det ytterligare svårigheter vid en värdering av ett onoterat bolag. Värderarna påpekar att tillgången till information är betydligt mer svårtillgänglig och begränsad vid värdering av ett onoterat företag än ett noterat. Den information som erhålls kommer ofta direkt från det onoterade företagets ledning, varför värderaren måste ha en kritisk inställning mot vad som sägs. Till exempel bör värderaren kritiskt granska företagets argument för dess försäljningsprognoser. Samtidigt framhåller Håkan Bohlin att det generella ”angreppssättet för att värdera ett mindre företag inte skiljer sig från att värdera ett större företag”. Således kan värderingsprocessens olika steg användas oavsett storlek på företaget. Enda skillnaden är att ”man får ta hänsyn till ett par fler variabler”, enligt Bohlin. Victor Siewertz säger att bedömningen av WACC är svår att göra vid värdering av onoterade företag. Uträkning av WACC fordrar tillgång till företagets betavärde, alltså dess volatilitet i jämförelse mot börsindex, vilket är ytterst svårt att beräkna för ett onoterat företag.

#### **4.2.3 Att bedöma utfallet av en företagsvärdering**

För att kunna bedöma rimligheten av en företagsvärdering pekar värderarnas svar på att jämförelser med andra företag görs. Framförallt görs jämförelser med hjälp av olika multiplar. Metoden kan därmed liknas vid en jämförande värdering, men vars syfte inte är att värdera företaget i fråga utan istället att kontrollera redan gjorda antaganden. Victor Siewertz säger att han ”jämför mot multiplar på liknande bolag”. Även Jonas Eixmann påpekar att multiplar kan användas för ”att se rimligheten kring ens antaganden”. Både Fredrik Stenman och Håkan Bohlin instämmer i att det är viktigt att jämföra mot andra bolag. Detta förfaringsätt är dock främst vanligt när ett noterat bolag värderas, då det enkelt kan jämföras mot andra noterade bolag.

Håkan Bohlin menar att en känslighetsanalys kan genomföras för att bedöma utfallet av en värdering. I känslighetsanalysen skall värderaren bedöma hur företagsvärdet förändras då de tre eller fyra viktigaste antagandena justeras uppåt och nedåt. Värderaren bör sedan begrunda vilka belägg han har för de antaganden som gjorts. Fredrik Stenman berättar att värderaren kan gå ”back to basic” för att bedöma rimligheten i en analys, det vill säga undersöka hur många enheter, till exempel skor eller korvar, företaget måste sälja för att prognosen skall hålla.

# Kapitel 5

## Värdering av undersökningens fallföretag

---

*I detta kapitel genomförs en analys och värdering av undersökningens fallföretag, Jernevikens Maskin AB. Kapitlet syftar till att visa hur en företagsvärdering kan genomföras. Därvid görs inledningsvis en beskrivning av Jernevikens Maskin AB, bland annat utifrån dess historik, företagskultur och organisation. Därefter presenteras empiri om Jernevikens bransch och omvärld vilka ställs emot utvalda teorier i en så kallad strategisk analys. Vidare analyseras Jernevikens redovisning och finansiella ställning. Resultatet från analyserna används sedan i användandet av en proformamodell och för att göra antaganden om företagets framtid. Kapitlet avslutas med en värdering och känslighetsanalys av Jernevikens Maskin AB.*

---

### 5.1 Beskrivning av Jernevikens Maskin AB

#### 5.1.1 Historik

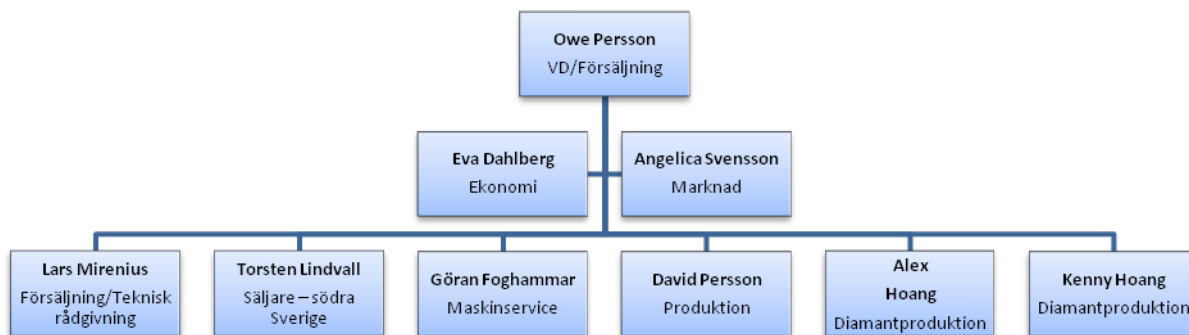
Jernevikens Maskin AB grundades år 1995. Jernevikens är verksam som leverantör till borrh- och håltagarbranschen. Det producerar och säljer diamanterverktyg samt maskiner för betongbearbetning. Exempelvis ingår diamanterklingor, borrhstativ och borrhmaskiner i produktutbudet. En del av de produkter som säljs produceras inte av Jernevikens, utan köps in från andra bolag. Grundaren till Jernevikens är Owe Persson, som är ensam ägare till bolaget. Owe Persson har stor erfarenhet som både företagare och arbetare inom borrh- och håltagarbranschen. Innan han startade Jernevikens har han ägt och drivit ett flertal liknande företag som varit verksamma inte bara i Sverige, utan även i bland annat Tyskland och USA.

### 5.1.2 Affärsidé och strategi

Efter intervju med personalen på Jernevikens verkar det inte finnas någon formell och uttalad affärsidé eller strategi för företaget. Trots detta märks det att medarbetarna har en samstämmig uppfattning om vad som kännetecknar Jernevikens verksamhet och hur detta gör företaget konkurrenskraftigt. Lars Mirenius, en central medarbetare i organisationen, säger att ”Jernevikens specialitet är special.” Angelica Svensson, marknadsansvarig, menar att ”när håltagare har problem kommer de till oss för specialishjälp. Vi erbjuder speciallösningar.” Jernevikens kompetens och erfarenhet inom borrh- och håltagarbranschen tillsammans med en flexibel produktion gör att företaget kan erbjuda sina kunder speciallösningar.

### 5.1.3 Organisation

Jernevikens har för närvarande nio personer anställda. Formellt sett skulle organisationen kunna illustreras enligt det schema som visas nedan i figur 3. I verkligheten är de yrkesmässiga rollerna i företaget betydligt mindre avgränsade. Jernevikens ringa storlek och prestigelösa företagskultur medför att de anställda ofta får arbeta med andra arbetsuppgifter än vad deras yrkestitel omfattar. Owe Persson omnämns i en av intervjuerna som både ”VD och springpojke”. Angelica Svensson, som är marknadsansvarig, menar att det ”lika gärna kan stå alltiallo” på hennes visitkort.



Figur 3 - Schema över Jernevikens organisation

Jernevikens har en informell företagskultur. Enligt de anställda råder det en härlig stämning i en skämtsam och informell miljö. Personalen är i huvudsak ”verkstadsfolk” och det är en familjär anda med nära kontakt mellan de anställda. Beslut fattas ofta på plats och gemensamt, inte sällan under en kafferast. Den positiva och informella atmosfären medför att ”det är lätt med att komma med nya idéer”. Dock nämns att det finns ett behov av att styra upp rutinerna i verksamheten. För många ”kockar” gör att beslutsprocessen kan ta för lång tid i vissa fall.



Owe Persson, ägare och VD, inser vikten av att bygga en bra organisation. En viktig förutsättning för att kunna expandera verksamheten är att ansvar delegeras ut till de anställda i organisationen. Owe förstår problematiken med att det i små bolag ofta kretsar mycket kring ägaren och dennes nätverk. Han anser sig successivt ha minskat sin betydelse för Jernevikens. Under sin tid i Jernevikens har han fungerat som dörroppnare, vilket har medfört att hans kontaktnät nu till stor del överförs till andra medarbetare i företaget.

#### **5.1.4 Produktutbud**

Jernevikens har ett relativt brett produktutbud för sin ringa storlek. Vad gäller egentillverkade diamantverktyg finns det tre huvudsakliga produktgrupper, nämligen diamantborr, sågklingor och golvslipsskivor. Jernevikens säljer även två typer av borrarstativ, nämligen kombistativ och små stativ. Kombistativen produceras av Jernevikens, medan de mindre stativen i stor utsträckning köps in.

Somliga produkter i Jernevikens utbud är inköpta från andra bolag. Bland annat säljs produkter från WEKA och Dr Bender, två tyska märken. WEKA är ett känt märke och dess produkter erbjuds av många av Jernevikens konkurrenter. Däremot är Jernevikens i dagsläget i Sverige, Norge och Danmark ensam om att erbjuda produkter från Dr Bender. Dr Bender gör bland annat bormaskiner med högfrekvens. Borrar med högfrekvens är ett område som Jernevikens förväntar kommer att bli stort framöver.

Jernevikens erbjuder inte några formella tilläggstjänster, såsom service av produkter eller utbildning om hur produkterna skall användas. Om produkterna krånglar är kunderna välkomna till Jernevikens så ordnar de problemet. Är det stora maskiner som är besvärliga att frakta åker någon från Jernevikens ut till kunden och hjälper till på plats. Således erbjuder Jernevikens service, men det finns inget formellt kontrakt eller pris för någon särskild garantiperiod eller liknande. Lars Mirenius nämner att det möjligen finns ett behov av utbildning om hur deras produkter skall användas, till exempel väggsågar, men att Jernevikens i dagsläget inte erbjuder något sådant.

#### **5.1.5 Marknad**

Jernevikens främsta geografiska marknad är södra Sverige, där Skåne och Göteborg står för största delen av omsättningen. Företaget säljer också produkter till Norge, Danmark och Finland, men dessa marknader karakteriseras som mindre bearbetade. Jernevikens vill börja fokusera norrut i Sverige, främst från Mälardalen och uppåt. Det är en relativt outnyttjad marknad med stor potential, enligt Owe. I takt med att Jernevikens växer pressas företaget att söka sig ut på internationella marknader. Owe Persson förklarar att Jernevikens inte är intresserade av att gå in på den tyska eller den engelska marknaden, eftersom det där är alltför hög konkurrens och en dålig prisbild. Däremot kan han tänka sig att etablera sig i de baltiska staterna, vars invånare har "ett liknande lynne som svenskarna".

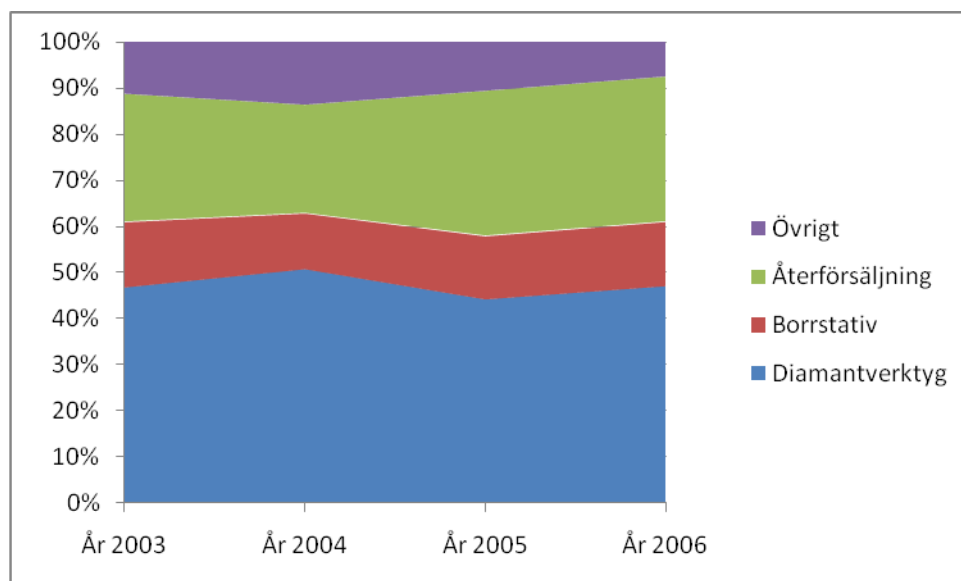
Jernevikens riktar sig till bygg- och uthyrningsindustrin, inte till privatpersoner. Inom byggindustrin säljer Jernevikens främst produkter till håltagare och rivningsföretag, men även brunnsbore. Det råder en informell och social stämning mellan Jernevikens och dess kunder. De

håller en nära kontakt och känner varandra vid namn snarare än utefter vilket företag de arbetar på. Det vanligt att kunderna kommer in och ”tar en kopp kaffe och en borrh”.

### 5.1.6 Försäljning

Jernevikens har under de senaste fyra åren åtnjutit en stark försäljningstillväxt. År 2003 uppgick nettoomsättningen till nästan åtta miljoner kronor. Efter en genomsnittlig ökning på uppemot 35 procent per år var omsättningen 19 miljoner kronor år 2006. Under år 2007 beräknas Jernevikens omsättning uppgå till ungefär 21 miljoner kronor. Samtidigt budgeteras en försäljning på omkring 26-27 miljoner kronor under år 2008 och 40-45 miljoner kronor till år 2010. Jernevikens har som mål att växa försäljningsmässigt med 30 procent per år.

Jernevikens har ett relativt brett produktutbud. Aggregeras produkterna till olika produktgrupper kan Jernevikens försäljning delas in i tre produktområden samt en post med övriga intäkter. Produktområdena *Diamantverktyg* och *Borrhstativ* innehåller de produkter som Jernevikens själva producerar och säljer. I gruppen *Återförsäljning* ingår sådana produkter som Jernevikens köper in och säljer vidare. Inom posten *Övrigt* återfinns intäkter såsom hyresintäkter och administrationsintäkter. I figur 4 nedan illustreras respektive produktområdes andel av Jernevikens omsättning. Det är intressant att notera att trots en kraftig omsättningstillväxt i absoluta tal utgör respektive intäktsområde i procentuella termer ungefär lika stor del av omsättningen år 2006 som år 2003. Således har varje intäktsområde haft en likartad procentuell tillväxt under de senaste åren. Vidare visar grafen att cirka 60 procent av försäljningsintäkterna härrör från egen produktion, varav försäljningen av diamantverktyg står för nästan 80 procent.



Figur 4 - Intäktsområdenas andel av Jernevikens totala intäkter

### 5.1.7 Ekonomisk situation

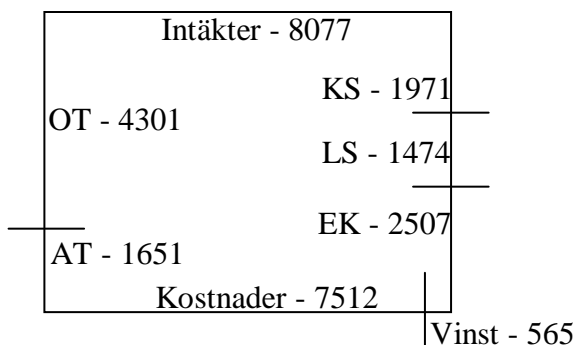
Jernevikens anser att de sitter i en drömsituation vad gäller ekonomin. Efter att ha genomgått en kris under 1990-talet med oroande kreditkulder har företaget successivt arbetat sig tillbaka ekonomiskt. Idag har Jernevikens inga bankkulder alls, varken vad gäller verksamheten eller fastigheten. Owe Persson säger att det är en härlig situation att vara skuldfri och att företaget verkligen har kämpat för nå hit. Dessutom har företaget en god kassa. Jernevikens försöker att alltid ha ”ett par miljoner i kassan”, eftersom ”Cash is King”.

#### 5.1.7.1 Ekonomisk utveckling åren 2003 till 2006

Jernevikens ekonomiska utveckling under åren 2003 till 2006 kommer nedan att illustreras genom fyrkantsmodellen (Polesie, 1995), där varje centimeter i fyrkanterna motsvarar 1,5 miljoner kronor.

##### ➤ År 2003

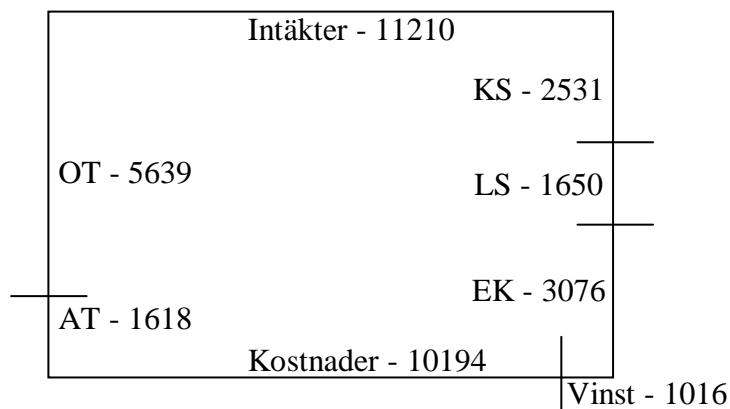
Jernevikens tillgångsmassa uppgår år 2003 till nästan 6 miljoner kronor, varav 72 procent utgörs av omsättningstillgångar och resterande av anläggningstillgångar. Företagets tillgångar är finansierade till 58 procent av skulder och 42 procent av eget kapital. Omsättningen uppgår till 8 miljoner kronor, vilket ger en vinst på 565 tkr. I denna vinst ingår emellertid en anteciperad utdelning på 564 tkr från ett av Jernevikens dotterbolag. Figur 5 ger en illustrativ översikt av Jernevikens ekonomiska situation år 2003.



Figur 5 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under år 2003

##### ➤ År 2004

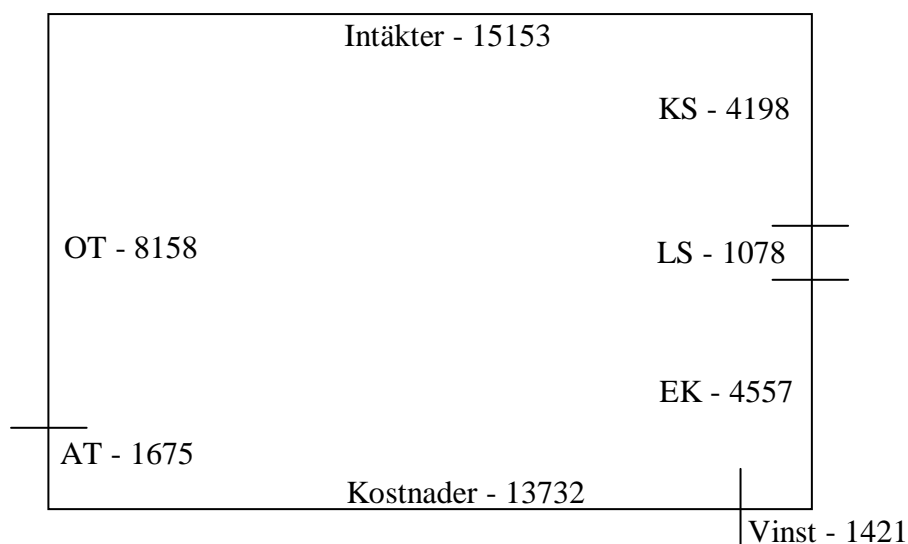
Under år 2004 ökar Jernevikens tillgångsmassa till ett värde av drygt 7,2 miljoner kronor, alltså en ökning med 1,2 miljoner kronor mot föregående år. Andelen omsättningstillgångar uppgår nu till 78 procent, vilket är en ökning med 6 procentenheter gentemot år 2003. Företagets tillgångar är fortfarande finansierade till 58 procent av skulder och 42 procent av eget kapital. Omsättningen är detta år drygt 11 miljoner kronor, vilket ger en vinst på drygt en miljon kronor. I denna vinst ingår dock en anteciperad utdelning på 564 tkr från ett av Jernevikens dotterbolag. Figur 6 ger en illustrativ översikt av Jernevikens ekonomiska situation år 2004.



**Figur 6 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under år 2004**

➤ **2005**

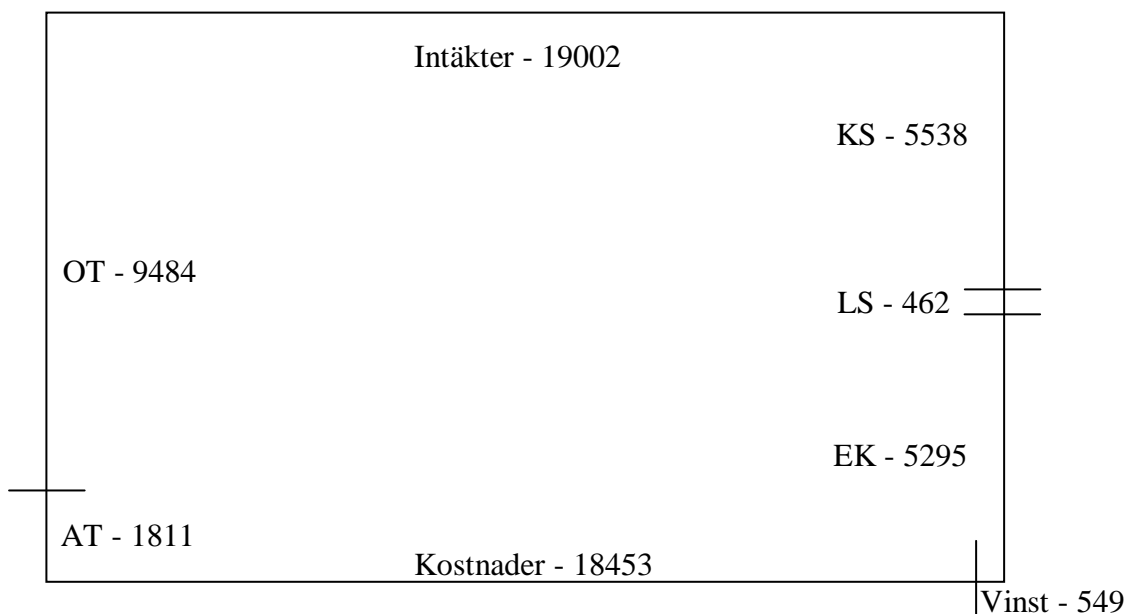
Jernevikens har tillgångar motsvarande nästan 10 miljoner kronor vid balansdagen år 2005. Ökningen från föregående år har till störst del sitt ursprung i företagets omsättningstillgångar, vars andel ökat från 78 procent till 83 procent. Tillgångarna är finansierade till 54 procent av skulder och 46 procent av eget kapital, vilket innebär att företagets soliditet har ökat under året. Andelen kortfristiga skulder ökar kraftigt under året, från 60 procent till 80 procent. Årets omsättning är drygt 15 miljoner kronor och Jernevikens lyckas göra en vinst på drygt 1,4 miljoner kronor. En anteciperad utdelning på 1,275 miljoner från ett av Jernevikens dotterbolag är dock inräknad i denna vinst. Figur 7 ger en illustrativ översikt av Jernevikens ekonomiska situation år 2005.



**Figur 7 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under år 2005**

➤ **2006**

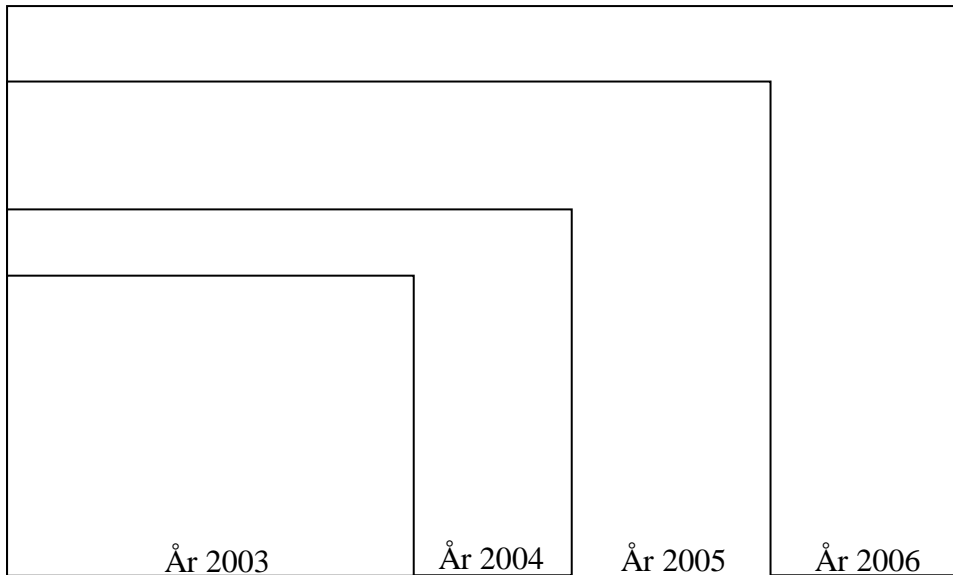
År 2006 uppgår Jernevikens tillgångsmassa till nästan 11,3 miljoner kronor, vilket är en ökning på 1,5 miljoner kronor från föregående år. Återigen är det omsättningstillgångarna som har växt i störst omfattning och dess andel uppgår nu till 84 procent av Jernevikens tillgångsmassa. Tillgångarna är till 53 procent finansierade av skulder och 47 procent av eget kapital, vilket innebär att Jernevikens återigen förbättrat sin soliditet. Andelen kortfristiga skulder fortsätter att växa och uppgår nu till hela 92,3 procent av Jernevikens skuldmassa. Detta år når Jernevikens omsättning 19 miljoner kronor och en vinst motsvarande 549 tkr uppstår. I denna vinst ingår inte någon anteciperad utdelning. Figur 8 ger en illustrativ översikt av Jernevikens ekonomiska situation år 2006.



**Figur 8 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under år 2006**

➤ **År 2003 – 2006**

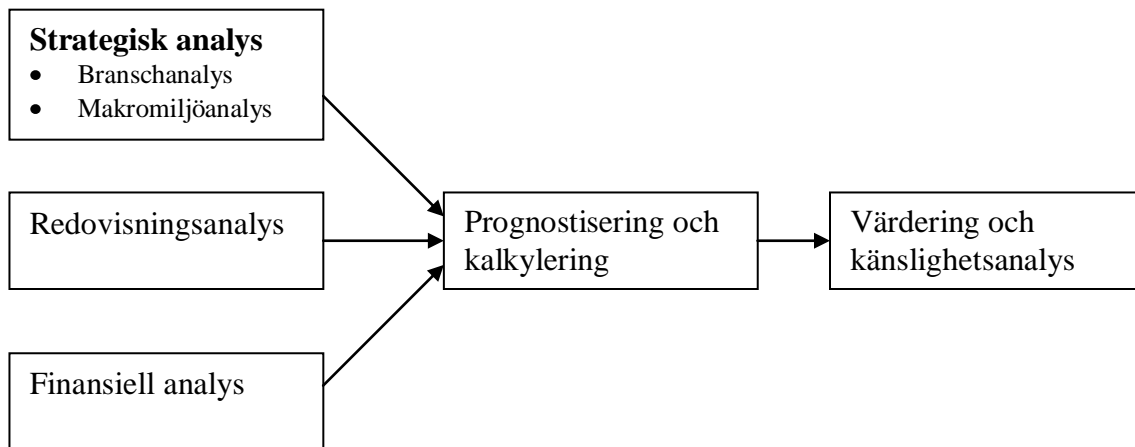
I figur 9 illustreras Jernevikens ekonomiska tillväxt från år 2003 till år 2006. Fyrkanternas vänstra vertikala linje utgör Jernevikens tillgångsmassa, medan den översta horisontella linjen visar företagets omsättning. Utifrån figuren märks tydligt att Jernevikens omsättning har växt i snabbare takt än dess tillgångsmassa. Detta antyder att Jernevikens har förbättrat sin effektivitet, eftersom det fordras en lägre andel tillgångar för att skapa en viss mängd omsättning.



Figur 9 - Fyrkantsillustration av Jernevikens ekonomi under åren 2003 - 2006

## 5.2 Strategisk analys

Den strategiska analysen som genomförs i detta avsnitt är den första analysen vi genomför i värderingen av Jerneviken. Vårt syfte med denna är att visa hur en analys av ett företags omvärld kan utföras samt finna information till stöd för den fortsatta prognostiseringen och värderingen av undersökningens fallföretag, Jerneviken Maskin AB. Av figur 10 framgår var i värderingsprocessen den strategiska analysen placerar sig.



Figur 10 - Den strategiska analysens placering i värderingsprocessen

### 5.2.1 Branschanalys

Porters femkraftsmodell kommer att utgöra ett ramverk för analysen av Jernevikens bransch. Dock kommer endast tre av fem krafter att användas. Enbart kunders förhandlingsstyrka,

leverantörers förhandlingsstyrka och rivalitet bland befintliga aktörer kommer att behandlas, då vi bedömer att dessa tre krafter är de som inverkar på Jernevikens bransch i störst utsträckning.

#### 5.2.1.1 Kunders förhandlingsstyrka

De främsta kunderna till Jernevikens bransch, låt oss kalla den diamantborrbranschen, återfinns i borrhålltagning och håltagarbranschen. Kunderna erbjuder i sin tur tjänster för betonghålltagning, rivning, grundförstärkning och golvarbeten. Ett ungefärligt mått på antalet kunder kan uppskattas som antalet medlemmar i branschorganisationen Håltagningsentreprenörerna, vilken idag har ett hundratal anslutna medlemsföretag. Denna siffra är dock något låg vid en jämförelse med antalet företag som sök- och telefonregisterföretaget Eniro klassificerar inom området för betonghålltagning, borrhålltagning och sågning. Enligt Eniros klassificering finns det 303 företag som arbetar inom dessa områden i Sverige.

Eniro har också klassificerat antalet företag som producerar och säljer diamant i Sverige, vilket uppgår till 26 företag. En liknande klassificering fås också ifrån branschorganisationen Håltagningsentreprenörerna. Förutom att erbjuda de företag som arbetar med betonghålltagning medlemskap erbjuder organisationen också ett medlemskap för leverantörer till dessa. Antalet leverantörer som är medlemmar i organisationen uppgår till 14 stycken, däribland Jernevik.

I enlighet med Porters (1990) sätt att se på kundernas förhandlingsstyrka pekar det relativt stora antalet kunder som diamantborrbranschen levererar till att kunderna inte har en stark ställning gentemot företagen i branschen. Eftersom kunderna är betydligt fler till antalet än vad leverantörerna är försämras troligen deras förhandlingsstyrka gentemot leverantörerna eftersom dessa inte kan anses vara beroende av några få kunder för att kunna få avsättning för sina produkter.

Enligt Porter (1990) påverkas också kundernas förhandlingsstyrka av storleken på deras inköp. Vad gäller de inköp som Jernevikens kunder genomfört under år 2006 varierar storleken i hög grad mellan olika kunder. Karaktäristiskt för de flesta kunderna verkar vara att de handlar för några tusen kronor upp till några hundra tusen kronor under ett år. Även om dessa siffror är hämtade från Jernevikens försäljningsstatistik kan det anses vara troligt att förhållandet mellan andra leverantörer av diamant- och borrhålltagning och dess kunder förhåller sig på samma sätt. De flesta leverantörerna har troligen ett stort antal kunder, vilka var för sig bidrar i begränsad utsträckning till leverantörernas omsättning.

#### 5.2.1.2 Leverantörers förhandlingsstyrka

Det finns en rad olika leverantörer till aktörerna inom diamantborrbranschen. Eftersom många av företagen i branschen har egen produktion men också fungerar som återförsäljare, består leverantörernas varor av både råvaror, såsom industridiamanter och stål, samt färdiga produkter i form av borrar och sågklingor.

Geografiskt finns leverantörerna lokaliserade i olika länder, exempelvis i Tyskland, Holland, Kina, Korea och Sverige. Lars Mirenius berättar att Jernevik "handlar av 3-4 leverantörer i Tyskland, ett tiotal i Sverige och ett par stycken från Korea". Ett liknande mönster visar sig även

vad gäller Jernevikens främsta konkurrenter och deras leverantörer. Jack Midhage AB, som producerar diamantverktyg och hårdmetallsklingor och är i storleksordning jämbördig med Jernevik, importerar borr-, slip- och sågmaskiner från leverantörer i Tyskland, Holland och Sverige (Midhage, 2007). Detsamma gäller finska företaget Levanto Diamond Solutions, vilket producerar och säljer diamantverktyg samt importerade produkter i likhet med Jack Midhage AB. Levanto har leverantörer bland annat i Japan, Italien och Schweiz (Levanto, 2007).

En bedömning av leverantörernas förhandlingsstyrka gentemot aktörerna i diamantborrbranschen, utifrån Porters (1990) femkraftsmodell, tyder på att denna är ganska låg. De produkter som leverantörerna erbjuder är snarlika och kan därmed anses utgöra substitut för varandra. Exempelvis erbjuder Jernevik bormaskiner från leverantörerna Dr Bender och Weka i Tyskland. Jack Midhage erbjuder samma typ av produkter från Core Powertools i Holland medan Levanto får bormaskiner från Shibuya Dumodril i Japan. Förhållandena är desamma även för andra produkter, som exempelvis diamantsågar och golvslipar, där ett flertal olika leverantörer finns att välja bland.

Ett annat tecken som pekar på att leverantörernas förhandlingsstyrka är relativt låg är att transaktionskostnaderna är låga vad beträffar kostnaden att byta från en leverantörs produkter till en annans. Enligt Porter är detta en faktor som pekar på att styrkan i leverantörers förhandlingsstyrka är låg. Lars Mirenius på Jernevik ger uttryck för de låga transaktionskostnaderna som hör samman med ett eventuellt byte av leverantör genom följande uttryck: ”Det finns inga formella kontrakt mellan leverantör och kund, utan man byter till den leverantör som erbjuder lägst pris.”

### 5.2.1.3 Rivalitet bland befintliga aktörer

Konkurrensen bland aktörerna i diamantborrbranschen kan bedömas med hjälp av Porters sätt att beskriva rivalitet bland befintliga aktörer i en bransch. Därmed kan konkurrensen i diamantborrbranschen bedömas utifrån bland annat antalet aktörer i branschen och storleken på dessa, likheten i aktörernas utbud och strategier samt industrins tillväxttakt.

Som framgår ovan är antalet aktörer i diamantborrbranschen relativt få. Informationen från branschorganisationen Håltagningsentreprenörerna visar att aktörerna i branschen är 14 stycken medan Eniros klassificering omfattar 26 företag. Även Gunnar Öijvall på branschorganisationen SSDL indikerar att det är få aktörer i branschen. Han förklarar att ”det är få aktörer på marknaden och alla känner varandra ganska väl”. Samtidigt antyder Öijvall att marknaden är mogen när han säger att ”branschen som sådan inte tillväxer”. Öijvall berättar även att han förväntar sig att konjunkturen kommer att ”dippa under år 2008 och framåt”. En tillförlitlig bedömning av marknads storlek är inte helt enkelt att göra, men enligt Öijvall uppgår den för medlemsföretagen i SSDL till 125 miljoner. Dock uppskattar Owe Persson, VD på Jernevik, att marknaden uppgår till 220 miljoner för hela branschen.

Vad beträffar aktörernas utbud och strategier finns det stora aktörer som Tyrolit, Sandvik och Husqvarna vilka erbjuder ett standardiserat produktutbud, medan de mindre och medelstora företagen anpassar sina produkter efter kundernas önskemål.



*”De stora företagen rider på sin storlek medan de små och medelstora företagen anpassar sina produkter efter kundernas önskemål. De stora företagen kan inte anpassa sina produkter på samma sätt utan förlitar sig på produktstandarder. Allt fler standarder gör dock att de stora företagen vinner i längden, vilket i sin tur ökar riskerna för de små och medelstora företagen i branschen. Det kommer dock alltid att finnas ett behov av specialanpassade produkter.”* (Öijvall, 2007-12-17)

Enligt Öijvall kan alltså de mindre och medelstora företagen i branschen få problem då allt fler produktstandarder antas, vilket gynnar de stora företagen med stora produktionsserier. Redan idag erbjuder aktörer som Jernevik, Sandvik, Husqvarna, Tyrolit och Jack Midhage snarlika produkter och alla har tillverkning och försäljning av diamantverktyg som borrar och sågklingsor.

Enligt oss talar mycket för att diamantborrbranschen karaktäriseras av en relativt intensiv konkurrens. Kombinationen av en mogen marknad utan någon egentlig tillväxt samt ett förhållandevis standardiserat produktutbud är enligt Porter tecken på att rivaliteten bland aktörerna i branschen är hög. Gunnar Öijvall väljer till och med att beteckna konkurrensen i branschen som ”stenhård”.

*”Konkurrensen mellan företagen i branschen är stenhård. Företagens produkter liknar varandra tekniskt, mycket på grund av reverse engineering. Det gör att företagen ständigt måste komma på nya saker.”* (Öijvall, 2007-12-17)

## **5.2.2 Makromiljöanalys**

Kotler & Armstrong (1999) delar in ett företags makromiljö, eller omvärld, i sex delar, nämligen demografisk, ekonomisk, naturlig, teknologisk, politisk och kulturell miljö. Endast aspekter ur den ekonomiska och naturliga miljön kommer här att behandlas, då vi bedömer att dessa två delar är de som inverkar på Jernevikens verksamhet i störst utsträckning. Inom den ekonomiska miljön kommer fokus att ligga på valutautvecklingen för US dollar. Prisutvecklingen på råvaror kommer att diskuteras inom den naturliga miljön.

### **5.2.2.1 Ekonomisk miljö**

Den utländska valuta som Jernevik främst är i kontakt med i sin verksamhet är US dollar (USD, \$) Jernevik har ingen betydande försäljning i denna valuta, utan det är främst företagets inköpskostnader som påverkas av valutakursrörelserna. Således gynnas Jernevik av en låg dollarkurs. Den främsta kostnadsposten för Jernevik i dollar är diamanter.

Priset för dollar gentemot den svenska kronan (SEK) har sjunkit kraftigt under de senaste åren. I juni år 2001 stod dollarkursen i 10,99 SEK. I december år 2007 går det ungefär 6,50 SEK på varje dollar. Detta innebär att dollarn har tappat omkring 40 procent av sitt värde gentemot den svenska kronan på drygt sex år. Oro i den amerikanska ekonomin, till följd av en instabil kreditmarknad och förväntningar om fortsatta räntesänkningar, medför att bedömare spår ett fortsatt dollarfall. JP Morgan, en framstående investmentbank, spår att dollarpriset kommer att falla med ytterligare fem till sju procent under det närmaste året, vilket skulle innebära en dollarkurs på under sex kronor gentemot den svenska kronan. (Högberg, Affärsvärlden: 2007-11-

09) Att dollarn förväntas att vara fortsatt svag är till fördel för Jernevikens och leder till att företagets inköpskostnader mätt i svenska kronor blir lägre än vad fallet skulle vara om dollarkursen vore hög.

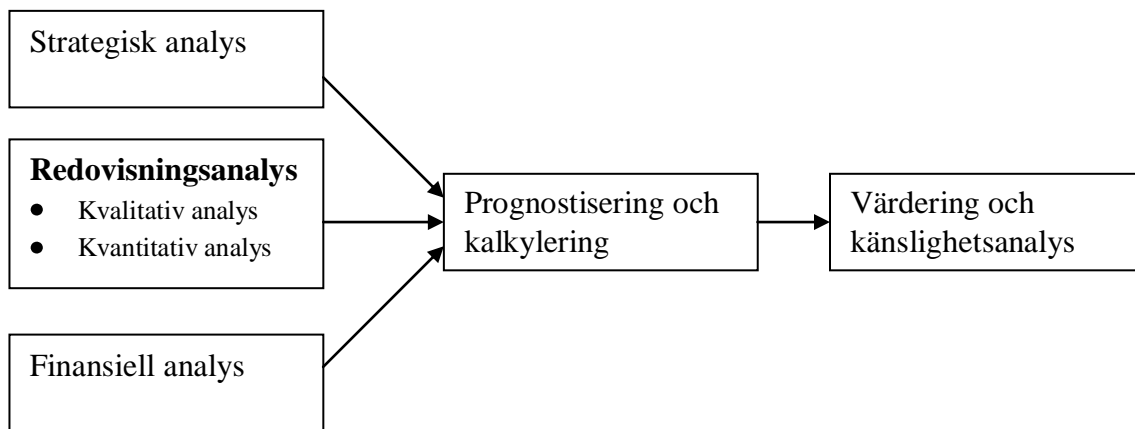
### 5.2.2.2 Naturlig miljö

Råvarupriserna på världsmarknaden har generellt sett skjutit i höjden under de senaste åren. Jan Häggström, chefsekonom på Handelsbanken, spår att priserna på råvaror kommer att fortsätta att stiga. Efterfrågan på metaller i USA och Europa har dämpats under den senaste tiden, men asiatiska länders kraftiga tillväxt driver råvarupriserna uppåt. Han förklarar att asiatiska länders behov av råvaror är mycket stort, i synnerhet Kina och Indien. De håller på att transformeras från jordbrukarsamhällen till industrisamhällen. Detta skapar ett stort investeringsbehov, och investeringarna är mycket metallintensiva. Han framhåller att en liknande utveckling pågår i de forna ryska republikerna, stora delar av Mellanöstern, Afrika och Sydamerika samt i andra asiatiska länder, såsom Vietnam och Indonesien. (Östlund, E24: 2007-11-16) Fortsatta generella prishöjningar på råvaror kommer rimligtvis att påverka Jernevikens inköpskostnader negativt, både vad gäller inköp av råvaror för egen produktion samt färdiga varor som skall säljas vidare.

## 5.3 Redovisningsanalys

Redovisningsanalysen som genomförs i detta avsnitt är den andra analysen vi genomför i värderingen av Jernevikens. Syftet med analysen är att bedöma i hur hög grad företagets faktiska ekonomiska prestation återspeglas i årsredovisningen. Analysen av Jernevikens redovisning delas upp i en kvalitativ analys och en kvantitativ analys. I den kvalitativa analysen kommer en diskussion kring företagets incitament och redovisningsval att föras, medan olika nyckeltalsberäkningar kommer att fungera som utgångspunkt för den kvantitativa analysen.

Precis som för den strategiska analysen ger redovisningsanalysen även information till den kommande prognostiseringen och värderingen utav Jernevikens. Av figur 11 framgår var i värderingsprocessen redovisningsanalysen placerar sig.



Figur 11 - Redovisningsanalysens placering i värderingsprocessen

## 5.3.1 Kvalitativ analys

### 5.3.1.1 Incitament

En företagsledning kan ha incitament till att göra redovisningsval som resulterar i antingen en hög eller en låg redovisad årsvinst. Det är viktigt att inse att den redovisade vinsten inte behöver vara samma som den faktiska vinsten. Den faktiska vinsten är vad den är, medan den redovisade vinsten är vad som visas upp externt och den som skatten baseras på. Enligt vår bedömning har Jernevik incitament till att redovisa en låg årsvinst. Företagsledningar i stora börsnoterade bolag är ofta under press från externa aktieägare att producera stora redovisade årsvinster för att uppnå höga  $R_E$ -tal, det vill säga hög avkastning på företagets egna kapital. I Jernevikens fall är Owe Persson både VD och fullständig ägare. Han har därmed inga krav från externa parter att visa upp ett högt  $R_E$ -tal. Istället är han i första hand intresserad av få en låg redovisad årsvinst för att därigenom behöva betala så lite skatt som möjligt.

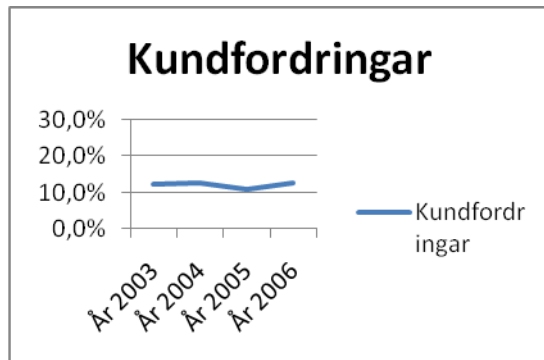
### 5.3.1.2 Redovisningsval

Jerneviken tar inte upp några immateriella tillgångar i sin redovisning. Inte heller aktiveras några utgifter för forskning och utveckling eller marknadsföring. Att redovisa på det här sättet bedömer vi vara gängse i branschen, då både Jack Midhage AB och Levanto Diamond Tools AB, två av Jernevikens konkurrenter, redovisar på detta sätt. Jernevik har inte ändrat sina redovisningsprinciper under de senaste åren.

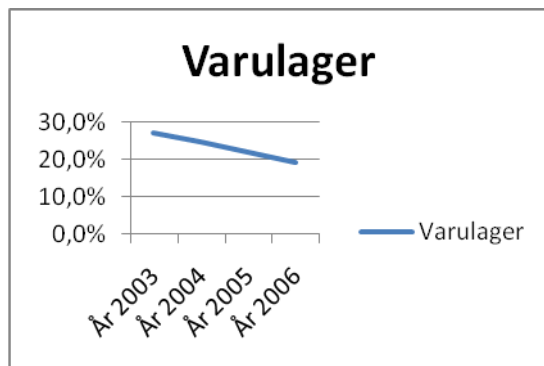
Vad gäller kompletterande information i Jernevikens årsredovisning, alltså den information som lämnas utöver det som är lagstadgat, är den i det närmaste obefintlig. Årsredovisningen innehåller i stort sett en resultaträkning och en balansräkning samt ett par noter. Ingen kassaflödesanalys finns med. Inte heller finns någon information kring företagets affärsidé, strategi eller verksamhet. Vi bedömer inte detta som ett tecken på att Jernevik försöker dölja något, utan anledningen är sannolikt att det inte finns något direkt externt intresse av årsredovisningen. Stora noterade bolag lägger ned mycket pengar på att utarbeta och fylla sina årsredovisningar, eftersom det finns en mängd externa intressenter, främst aktieägare, som kräver information. Det finns inget stort externt intresse för Jernevikens årsredovisning och därför uppväger inte nyttan kostnaden av att ta med mer information i årsredovisningen än det allra nödvändigaste, det vill säga i princip det som skatteverket är intresserade av.

Exempel på potentiella varningssignaler i en årsredovisning är om företaget gjort stora avsättningar eller nedskrivningar eller om en onormalt stor förändring av företagets kundfordringar eller varulager skett. Jernevik har inte gjort några uppseendeväckande avsättningar eller nedskrivningar de senaste åren. En undersökning av Jernevikens kundfordringsmassa visar att den under åren 2003 till 2006 varit i linje med omsättningen, som syns av figur 12, vilket indikerar att redovisningen av kundfordringar är legitim. Varulagrets relation till omsättningen visar dock en trend som bör uppmärksammas. Varulagrets relation till omsättningen har minskat stadigt de senaste fyra åren och har gått från 27,0 procent till 19,3 procent, vilket illustreras i figur 13. Det kan finnas flera orsaker till detta fenomen. En orsak kan vara att företagsledningen i Jernevik vill hålla ned sitt redovisade årsresultat och därför kontinuerligt undervärderar lagret. Det kan emellertid även vara så att Jernevik under de senaste åren fortlöpande har effektiviserat sin lagerhantering. Ett tredje alternativ är att ett litet

bolag som Jernevikens gör oregelbundna och ibland relativt stora inköp, exempelvis nämner Lars Mirenius att Jernevikens köper in expandrar för flera års förbrukning, vilket leder till en ökad volatilitet i siffrorna.



Figur 12 - Utveckling av Jernevikens kundfordringar gentemot omsättningen



Figur 13 - Utveckling av Jernevikens varulager gentemot omsättningen

### 5.3.1.3 Jämförelsestörande poster

Vad gäller jämförelsestörande poster i de senaste årens årsredovisningar har två stycken upptäckts. Under år 2006 förlorade Jernevikens en rättstvist angående ett patentintrång och dömdes att erlægga ett skadestånd motsvarande 1,5 miljoner kronor. Därutöver utgick advokatkostnader till ett ungefärligt värde av 240 tusen kronor. Eftersom dessa utgifter kan anses vara av engångskaraktär bör de inte tas hänsyn till vid en värdering. Den andra jämförelsestörande posten utgörs av koncernbidrag i form av utdelning från ett annat bolag inom koncernen som Jernevikens ingår i. Utdelningen uppgick till 1,275 miljoner kronor under år 2005 och till 564 tusen per år under åren 2003 och 2004. Dessa intäkter anser vi inte har uppstått utifrån Jernevikens kärnverksamhet och därför bör de rensas bort vid en värdering.

## 5.3.2 Kvantitativ analys

Enligt Nilsson et al. (2002) kan en kvantitativ redovisningsanalys, som syftar till att identifiera en eventuell vinstmanipulering, ta ansats i företagets omsättning eller kostnader.

### 5.3.2.1 Kvantitativ analys utifrån omsättning

En analys som tar sin ansats i företagets omsättning söker utforska förhållandet mellan företagets omsättning och de influtna likvida medlen från försäljningen. Om omsättningen ökar medan de likvida medlen är stagnerande är detta en indikation på vinstmanipulering. I Jernevikens kan ett sådant samband inte skönjas, utan de likvida medlen från försäljningen ökar i motsvarande grad som omsättningen. Utifrån tabell 4 nedan syns att de influtna likvida medlen är högre än omsättningen under år 2006. Det har sin grund i att Jernevikens skuldpost för förutbetalda intäkter ökade kraftigt detta år, det vill säga de fick in pengar som kommer att redovisas som en intäkt först under nästkommande år.

	År 2004	År 2005	År 2006
<b>Omsättning (tkr)</b>	11210	15153	19002
<b>Likvida medel från försäljning (tkr)</b>	10874	14924	20356
<b>Kvot</b>	1,03	1,02	0,93

Tabell 4 - Jernevikens omsättning och inflöde av likvida medel åren 2004 - 2006

### 5.3.2.2 Kvantitativ analys utifrån kostnader

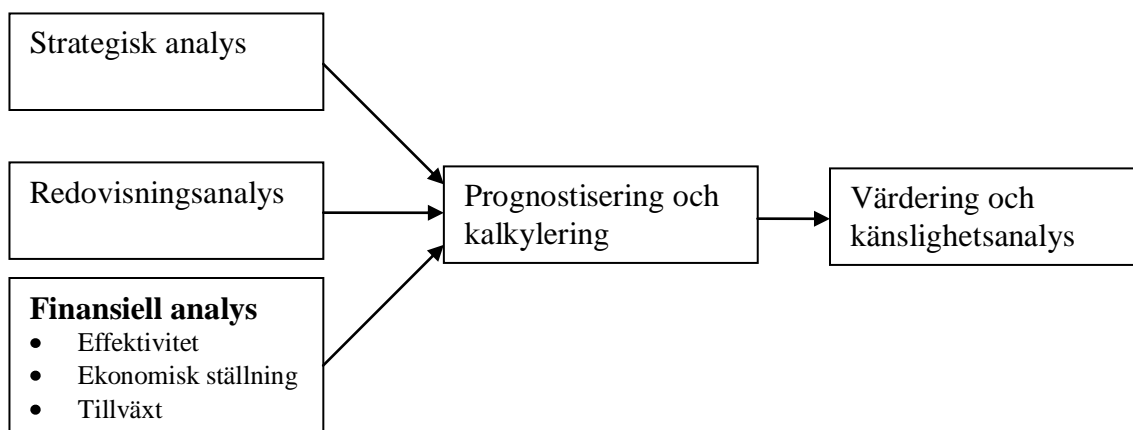
En analys utifrån ett företags redovisade kostnader utgår från vinstmarginalen och tillgångarnas omsättningshastighet i företaget. Jernevikens utveckling med avseende på dessa två nyckeltal presenteras i tabell 5. Skulle vinstmarginalen öka eller vara konstant samtidigt som omsättningshastigheten på tillgångarna minskar är detta ett tecken på att periodens kostnader är undervärderade och att det redovisade resultatet därför är för högt. Det motsatta förhållandet ger ett lägre redovisat resultat. Jernevikens fyra års senaste nyckeltal vad gäller vinstmarginal och tillgångarnas omsättningshastighet visar inga tecken på att kostnaderna är felaktigt redovisade. En annan varningssignal för att kostnaderna skjuts upp i redovisningen är om omsättningshastigheten minskar eller förblir oförändrad samtidigt som tillgångarna ökar kraftigt. Detta tillstånd passar inte in på Jernevikens, då både företagets tillgångsmassa och dess omsättningshastighet ökar.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006
<b>Vinstmarginal</b>	3,3 %	7,3 %	2,5 %	5,7 %
<b>Tillgångarnas omsättningshastighet</b>	1,36	1,54	1,54	1,68
<b>Tillgångsmassa</b>	5952	7257	9833	11295

Tabell 5 - Jernevikens vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet år 2003-2006

## 5.4 Finansiell analys

Den finansiella analysen som genomförs i detta avsnitt är den tredje analysen vi genomför i värderingen av Jernevikens. Analysen syftar till att bedöma företagets ekonomiska ställning och resultat samt ge information till den kommande prognostiseringen och värderingen. För att kunna uppskatta vilka utdelningar Jernevikens kan lämna kommande år är den finansiella analysen ett verktyg för att hjälpa till vid bedömningen av exempelvis framtida försäljning och investeringar. Av figur 14 framgår var i värderingsprocessen den finansiella analysen placerar sig.



**Figur 14 - Den finansiella analysens placering i värderingsprocessen**

Den finansiella analysen tar sin utgångspunkt i Jernevikens historiska utveckling och undersöker dess effektivitet, ekonomiska ställning och tillväxt. Utan en överblick av företagets historiska utveckling är det vara svårt att göra realistiska antaganden om hur dess framtid kommer att utvecklas. Samtidigt kvarstår problemet att framtiden inte kan anses vara en förlängning av historien. Risken är dock större att en bedömning av Jernevikens framtida utveckling utan att se till hur företaget utvecklats över tiden endast skulle bygga på subjektiva bedömningar.

## 5.4.1 Effektivitet

### 5.4.1.1 Omsättning per anställd

Ett sätt att mäta Jernevikens effektivitet är att relatera dess omsättning till antalet anställda. Av tabell 6 framgår Jernevikens effektivitet under perioden 2003-2006 då den mäts av detta nyckeltal. Utvecklingen pekar på att Jerneviken blivit allt effektivare under perioden, det vill säga företaget har lyckats att generera en snabbare ökning i omsättningen än antalet anställda under perioden.

	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Omsättning/anställd</b>	1006	1246	1508	1896
<b>Förändring från föregående år (%)</b>		24%	21%	26%

**Tabell 6 – Omsättning per anställd för Jerneviken perioden 2003-2006**

## 5.4.2 Ekonomisk ställning

### 5.4.2.1 Soliditet

Soliditet beskriver i vilken utsträckning Jernevikens tillgångar är finansierade med eget kapital. Av tabell 7 framgår hur företagets soliditet utvecklats under perioden 2003 till 2006. Sett till

Jernvikens balansomslutning har företaget vuxit sedan år 2003. Enligt Johansson et al. (2005) tyder ett soliditetsmått som uppvisar samma storlek över tiden, där företagets tillgångar ökat, på att företaget varit lönsamt och finansierat tillväxten med sina intjänade medel. I Jernevikens fall tyder soliditetsutvecklingen på att företaget varit lönsamt och lyckats finansiera sin tillväxt med egna medel då det egna kapitalet utgör en större del av balansomslutningen år 2006 än vad det gjorde år 2003. Dock skall nämnas att en stor del av de egna medlen har byggts upp av utdelningar från andra bolag i Jernevikens koncern.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006	Medeltal
<b>Soliditet</b>	42 %	42 %	46 %	47 %	44 %

**Tabell 7 - Jernevikens soliditet under åren 2003 - 2006**

Johansson et al. (2005) pekar på att det inte går att ange en allmän nivå på soliditet som alla företag bör uppvisa, utan denna är förknippad med den affärsmiljö företaget verkar i. Den tidigare analysen av Jernevikens bransch pekar mot att det inom denna råder en relativt hög konkurrens. Det skulle kunna föranleda att Jernevikens strävar mot att uppnå en relativt hög grad av soliditet för att kunna motstå eventuella förluster i framtiden. En annan möjlighet är att Jernevikens vill uppnå en god soliditet för att erhålla fördelaktiga villkor vid kapitalanskaffning från externa långivare.

För att kunna dra några slutsatser om ett företags soliditet menar Johansson et al. (2005) att jämförelser med andra företag måste göras. Med denna utgångspunkt jämför vi därför Jernevikens soliditet med Jack Midhage AB, som är en konkurrent till Jernevikens med jämbördig storlek, vars soliditetsutveckling framgår av tabell 8. Vissa likheter kan skönjas i utvecklingen av Jernevikens och Jack Midhage soliditetsmått då företagen uppvisar en soliditet om drygt 40 procent. Även en jämförelse av Jernevikens soliditet med övriga företag inom branschen, enligt SCB:s sammanställning över denna, visar att Jernevikens liknar företagen då medianvärdet för dessa var 45 procent år 2005 (SCB, 2005). Dessa jämförelser pekar mot att Jernevikens soliditet är i linje med andra företag i branschen samt att affärsmiljön verkar ställa krav på verksamheten finansieras i relativt hög grad med egna medel.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006	Medeltal
<b>Jack Midhage - soliditet</b>	38 %	39 %	38 %	45 %	40 %

**Tabell 8 - Jack Midhages soliditet under åren 2003 - 2006**

#### 5.4.2.2 Likviditet

Jernevikens kortsiktiga betalningsförmåga kan undersökas med hjälp av nyckeltalen kassalikviditet och balanslikviditet. Tabell 9 visar utvecklingen för dessa mått under åren 2003 till 2006. Enligt Johansson et al. (2005) bör kassalikviditeten inte understiga 100 procent. I Jernevikens fall uppfylls detta mål under hela den undersökta perioden. Det tyder på att Jernevikens historiskt har haft tillräckligt med likvida medel för att kunna betala sina kortfristiga skulder. En trend kan dock skönjas där de kortfristiga skulderna vuxit i snabbare takt än vad omsättningstillgångarna gjort mellan åren 2003 och 2006. Fortsätter denna trend kan det innebära att Jernevikens i framtiden inte har tillräckligt med likvida medel för att betala de kortfristiga skulderna, vilket skulle kunna komma att äventyra den kortsiktiga betalningsförmågan.

Även det faktum att balanslikviditeten inte överstiger 200 procent för år 2006 och att trenden pekat neråt för detta nyckeltal sedan år 2004 tyder på att Jernevikens kan få problem med den kortfristiga betalningsförmågan kommande år.

	2003	2004	2005	2006
<b>Kassalikviditet (%)</b>	111 %	120 %	119 %	109 %
<b>Balanslikviditet (%)</b>	226 %	233 %	201 %	178 %

Tabell 9 - Jernevikens kassalikviditet och balanslikviditet för åren 2003-2006

En jämförelse av Jernevikens kassalikviditet och balanslikviditet med konkurrenten Jack Midhage AB visar att Midhage har en bättre ställning beträffande den kortfristiga betalningsförmågan på balansdagen år 2006. Historiskt har dock Jernevikens uppvisat en bättre kassalikviditet och balanslikviditet. Av tabell 10 framgår Jack Midhages kassalikviditet respektive balanslikviditet.

	2003	2004	2005	2006
<b>Kassalikviditet (%)</b>	83%	91%	82%	119%
<b>Balanslikviditet (%)</b>	188%	197%	188%	241%

Tabell 10 - Jack Midhages kassalikviditet och balanslikviditet för åren 2003-2006

## 5.4.3 Tillväxt

### 5.4.3.1 Omsättning

En analys av Jernevikens tillväxt kan göras utifrån företagets omsättning och dess tillgångar. Jernevikens tillväxt för perioden 2003-2006 framgår av tabell 11. Under den studerade perioden var omsättningstillväxten som störst år 2004, det vill säga 39 procent. Omsättningstillväxten har dock varit fortsatt hög under år 2005 och år 2006.

Enligt Nilsson et al. (2002) är det viktigt att undersöka om ett företag vuxit organiskt eller genom förvärv. I Jernevikens fall har företaget vuxit organiskt under den studerade perioden, vilket innebär att företaget på egen hand genererat omsättningstillväxten.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006
<b>Omsättning</b>	8077	11210	15153	19002
<b>Förändring från föregående år (%)</b>		39 %	35 %	25 %

Tabell 11 - Jernevikens omsättning under åren 2003-2006

### 5.4.3.2 Tillgångar

Även utvecklingen av Jernevikens tillgångar över tiden tyder på att företaget tillväxer. Den största tillväxten har skett i företagets omsättningstillgångar, vilka ökat från 4301 tkr år 2003 till 9484 tkr år 2006, det vill säga en ökning med 121 procent. Detta medan anläggningstillgångarna endast ökat från 1651 tkr år 2003 till 1811 tkr år 2006, det vill säga en ökning på ungefär 10 procent. Samtidigt som både Jernevikens omsättning och tillgångar tillväxer över tiden är det intressant att notera att omsättningen växer snabbare än vad tillgångarna gör, vilket märks av



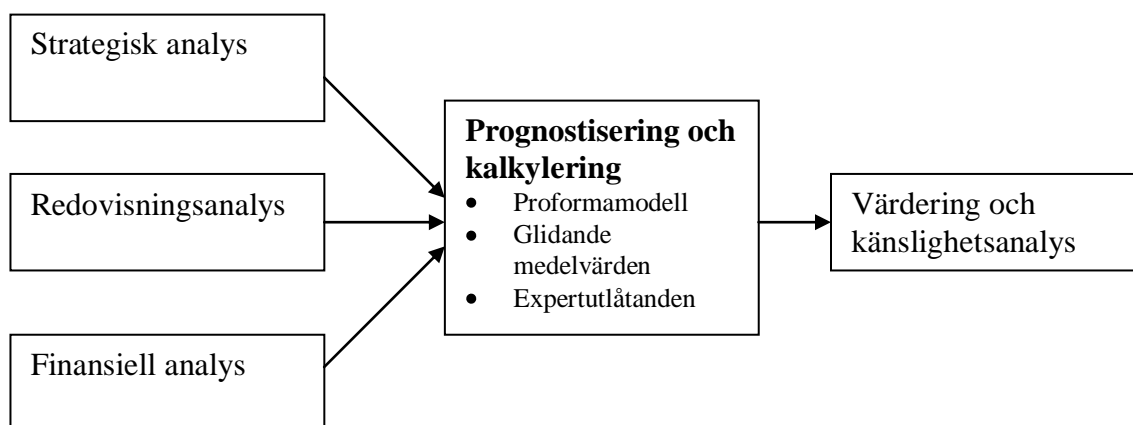
kvoten i tabell 12. Enligt Nilssons et al. (2002) sätt att se på saken skulle detta kunna vara ett tecken på att Jernevikens utnyttjar sitt kapital allt effektivare för att generera tillväxt i omsättningen.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006
<b>Tillgångsmassa (tkr)</b>	5952	7257	9833	11295
<b>Förändring från föregående år (%)</b>		22 %	35 %	15 %
<b>Tillgångar/omsättning (%)</b>	74 %	65 %	65 %	59 %

Tabell 12 - Tillväxten i Jernevikens tillgångar för åren 2003-2006

## 5.5 Prognostisering och kalkylering

Efter analysernas genomförande är det nu dags i detta avsnitt att prognostisera Jernevikens framtida ekonomiska utveckling för åren 2007 till 2011. Prognosen kommer i stora stycken att baseras på resultat från analyserna. En proformamodell kommer att forma ramverket för prognostiseringen och kalkyleringen. Jernevikens ekonomiska prestation i olika avseenden kommer att beräknas genom glidande medelvärden. Därefter kommer de fundamentalanalyser som genomförts, alltså den strategiska analysen, redovisningsanalysen och den finansiella analysen, att ligga till grund för bedömningarna om hur Jernevikens ekonomi kommer att utvecklas fortsättningsvis. Expertutlåtanden kan sägas utgöra en del av prognostiseringen då experters utlåtanden är inbegripna i de analyser som utförts. Av figur 15 framgår var i värderingsprocessen prognostiseringen och kalkyleringen placerar sig.



Figur 15 - Prognostiseringen och kalkyleringens placering i värderingsprocessen

### 5.5.1 Proformamodell för Jernevikens

Då värderingen av Jernevikens bygger på en avkastningsbaserad modell måste företagets framtida utdelningar på något sätt prognostiseras. Utdelningarna, och Jernevikens utveckling, kan prognostiseras med hjälp av en proformamodell enligt den typ som presenterades i avsnitt 2.6, vilken kommer att ligga till grund för värderingen av företaget. Dock har vi infört ett par

modifieringar i denna modell för att den skall avspegla Jernevikens verksamhet. Modifieringarna som har gjorts är att vi delat upp posten försäljningskostnader i tre kostnadsposter. På så sätt har proformamodellen möjlighet att återge Jernevikens förutsättningar på ett bättre sätt.

Till grund för proformamodellen för Jernevik ligger ett antal antaganden som framgår av tabell 13 och som beskrivs närmare i avsnitt 5.5.2. Antagandenas roll i proformamodellen är viktig då vår uppfattning som värderare kring Jernevik och dess omvärld här kommer in i modellen. Utifrån dessa antaganden kan sedan en prognos om företagets framtida utveckling beräknas i form av en prognostiserad resultaträkning och balansräkning.

En viktig omständighet att lägga märke till är att flera antaganden är kopplade till företagets omsättning. Vi förutsätter därmed att dessa poster kommer att röra sig i enlighet med försäljningstillväxtens utveckling, varför antagandet om denna post kan anses som ett av de viktigaste i prognostiseringen av Jernevik. Även soliditetsmålet utgör ett centralt antagande, eftersom denna post kommer att bestämma hur mycket av resultatet som delas ut till ägarna varje år. Utdelningarna kommer sedan att ligga till grund för den värdering som genomförs i nästa avsnitt, där vi använder oss av NUTDEL-modellen.

Antaganden	
Försäljningstillväxt	av föregående års omsättning
Handelsvaror/omsättning	av årets omsättning
Personalkostnader/omsättning	av årets omsättning
Övriga externa kostnader/omsättning	av årets omsättning
Räntekostnad/långfristiga skulder	av årets långfristiga skulder
Skattesats	av resultat före skatt
Anläggningstillgångar/omsättning	av nästa års omsättning
Omsättningstillgångar/omsättning	av årets omsättning
Kortfristiga skulder/omsättning	av årets omsättning
Soliditetsmål	

**Tabell 13 - Antaganden till Jernevikens proformamodell**

Som kan ses av tabell 14, består resultaträkningen av sju poster som måste prognostiseras och kalkyleras. Först prognostiseras Jernevikens omsättning. Därefter uppskattas Jernevikens rörelsekostnader, vilka har delats upp på tre poster, nämligen:

1. handelsvaror
2. personalkostnader
3. övriga externa kostnader

Dessa tre poster kommer vi att uppskatta genom att knyta dem till omsättningen. Det görs genom att kvoten mellan respektive post och omsättningen, vilket framgår av tabell 13, beräknas.

Således kommer dessa tre kostnadsposter att röra sig i takt med den omsättningstillväxt som prognostiseras.

Vidare beräknas Jernevikens räntekostnader genom att de ställs i relation till företagets långfristiga skulder medan skatten kommer att basera sig på schablonmässiga antaganden. Som framgår ovan kommer storleken på Jernevikens prognostiserade utdelningar till stor del att vara beroende av det soliditetsmål vi sätter upp för företaget. Endast den del av årets resultat som behövs för att nå soliditetsmålet kommer att sättas tillbaka i företaget som kvarhållna vinstmedel, resterande delas ut till ägarna.

<b>Resultaträkning</b>
Omsättning
Handelsvaror
Personalkostnader
Övriga externa kostnader
Räntekostnader
<b>Resultat före skatt</b>
Skatt
<b>Årets resultat</b>
Utdelningar
<b>Kvarhållna vinstmedel</b>

Tabell 14 – Resultaträkning för Jernevikens proformamodell

Balansräkningen, vilken framgår av tabell 15, i den proformamodell vi konstruerat för Jernevikens består av sex poster som skall prognostiseras, nämligen:

1. Anläggningstillgångar
2. Omsättningstillgångar
3. Aktiekapital
4. Balanserade vinstmedel
5. Långfristiga skulder
6. Kortfristiga skulder

Anläggningstillgångarna och omsättningstillgångarna knyts till Jernevikens omsättning genom att kvoten mellan respektive post och omsättningen beräknas. Därmed antar vi att dessa tillgångsposter kommer att röra sig i takt med den omsättningstillväxt som prognostiseras. Detta är i överensstämmelse med den uppfattning Nilsson et al. (2002) ger uttryck för om att en ökning av försäljningen också innebär att företagets produktiva tillgångar måste öka, det vill säga sådana tillgångar som används för att skapa försäljningen.

Posten aktiekapital antar vi vara stabil under hela prognosperioden på grund av att den beskriver storleken på ägarnas insatta kapital. Således antar vi att ägarna inte kommer att tillskjuta några ytterligare medel under prognosperioden, utan att företagets tillväxt kommer att finansieras av balanserade vinster eller av externt lånat kapital. Posten balanserade vinstmedel innehåller Jernevikens historiska kvarhållna vinster. Under prognosperioden kommer den del av

Jernevikens årsresultat som behövs för att uppnå företagets soliditetsmål att hållas kvar i bolaget och läggas som balanserad vinst. Tillsammans utgör Jernevikens aktiekapital och balanserade vinstmedel dess prognostiserade egna kapital.

De kortfristiga skulderna knyts mot omsättningen och antas således växa i takt med denna. Som Nilsson et. al (2002) anger används en plugg i proformamodellen för att den skall balansera. I vår proformamodell för Jernevik utgörs pluggen av de långfristiga skulderna. De långfristiga skulderna är därmed inte direkt baserade på något antagande, utan ökar eller minskar i relation till övriga poster i balansräkningen för att tillgångarna skall balansera med skulder och eget kapital. Att vi valt de långfristiga skulderna som plugg i proformamodellen kommer sig av vårt sätt att se på Jernevikens framtida utveckling. Om det skall tillväxa, och därmed öka sina tillgångar, måste den del av ökningen som inte kan finansieras av företagets årsvinster istället finansieras av externt upplånat kapital.

<b>Balansräkning</b>
Anläggningstillgångar
Omsättningstillgångar
<b>S:a tillgångar</b>
<b>Skulder och eget kapital</b>
Aktiekapital
Balanserade vinstmedel
Långfristiga skulder
Kortfristiga skulder
<b>S:a skulder och eget kapital</b>

Tabell 15 - Balansräkning för Jernevikens proformamodell

## 5.5.2 Antaganden

Här kommer antaganden om Jernevikens verksamhet att göras, vilka utgör en grund för prognostiseringen av företagets ekonomiska utveckling under åren 2007 till 2011. Antagandena kommer att stödja sig i Jernevikens historiska ekonomiska utveckling samt i den fundamentalanalys, det vill säga strategisk analys, redovisningsanalys och finansiell analys, som utförts i tidigare avsnitt.

### 5.5.2.1 Försäljningstillväxt

Som framgår av tabell 16 har Jernevik haft en genomsnittlig årlig försäljningstillväxt motsvarande 33 procent under åren 2003 till 2006. Utifrån gjorda analyser tror vi att det blir svårt för Jernevik att behålla denna tillväxttakt framöver. Branschanalysen visar upp ett flertal faktorer som indikerar att rivaliteten i Jernevikens bransch är hård och kommer att hårdna ytterligare. Marknaden beskrivs av Gunnar Öijvall, chef för branschorganisationen SSDL, som mogen och icke tillväxande. Dessutom förväntar han att konjunkturen kommer att avta under år 2008 och framåt.

	<i>År 2003</i>	<i>År 2004</i>	<i>År 2005</i>	<i>År 2006</i>	<i>Medeltal</i>
<b>Försäljning</b>	8077	11210	15153	19003	
<b>Försäljningstillväxt</b>		39 %	35 %	25 %	33 %

**Tabell 16 - Jernevikens försäljningsutveckling för åren 2003 - 2006**

Trots konkurrensen i branschen tror vi att Jernevikens har potential att tillväxa, om än inte i samma takt som tidigare. Företaget avser att rikta in sig på marknaden i nivå med Mälardalen och norrut samt funderar på att satsa på försäljning till de baltiska staterna. Vi bedömer att företaget besitter den tekniska kompetens som krävs för att lyckas utforma konkurrenskraftiga produkter som kan bidra till en ökad försäljning, även en internationell sådan. Dock ställs Jernevikens, i likhet med andra mindre företag, inför en rad svårigheter i sin tillväxt. Vi har fått uppfattningen att det som gör Jernevikens konkurrenskraftigt idag är dess närhet till kunder samt dess flexibla produktion. Skall företaget fortsätta att tillväxa med 30 procent per år måste produktutbudet sannolikt standardiseras för att inte kostnaderna skall skena iväg. En alltför kraftig och hastig tillväxt av Jernevikens riskerar därmed att urholka företagets konkurrenskoncept. Växer Jernevikens kraftigt måste företaget även se över sin organisationsstruktur. En utvidgad organisation med tydligare arbetsroller är sannolikt nödvändig. Dessutom kommer Jernevikens i takt med att de tillväxer att betraktas som ett allt allvarigare hot mot de större aktörerna i branschen, Husqvarna och Tyrolit, vilka har stora resurser att satsa för att behålla sina marknadspositioner.

Sammanfattningsvis bedömer vi alltså att Jernevikens försäljningstillväxt kommer att avta framöver, dels på grund av branschens utveckling men också till följd av företagsspecifika utmaningar. I vår prognostisering av Jernevikens framtida ekonomiska utveckling kommer vi att utgå från de årliga tillväxttakter som visas i tabell 17.

	<i>År 2007</i>	<i>År 2008</i>	<i>År 2009</i>	<i>År 2010</i>	<i>År 2011</i>
<b>Prognostiserad försäljningstillväxt</b>	25 %	20 %	20 %	15 %	15 %

**Tabell 17 - Prognostiserad försäljningstillväxt i Jernevikens år 2007 - 2011**

### 5.5.2.2 Handelsvaror/omsättning

Handelsvaror är i Jernevikens en kostnadspost som inbegriper inköp av de råvaror som används för egen produktion samt de produkter som avses att direkt säljas vidare. Denna kostnadspost har följt omsättningen i relativt jämn grad under åren 2003 till 2006, vilket syns i tabell 18. Medeltalet för kvoten mellan kostnader för handelsvaror och Jernevikens omsättning ligger på 50 procent för dessa år.

	<i>År 2003</i>	<i>År 2004</i>	<i>År 2005</i>	<i>År 2006</i>	<i>Medeltal</i>
<b>Handelsvaror</b>	3946	5287	8214	9224	
<b>Handelsvaror/omsättning</b>	49 %	47 %	54 %	49 %	50 %

**Tabell 18 - Jernevikens kostnader för handelsvaror under åren 2003 - 2006**

Vår analys med avseende på naturliga och ekonomiska faktorer i Jernevikens makromiljö indikerar att den generella höjningen av råvarupriser som pågått under de senaste åren kommer att fortsätta framöver. Det här kommer sannolikt att påverka Jernevikens kostnader för inköp av handelsvaror, särskilt kostnaden för de råvaror som köps in för egen produktion. En försvagad dollar har under de senaste åren utgjort ett skydd för Jerneviken mot stigande råvarupriser. Dollarn förväntas utifrån analysen att vara svag även fortsättningsvis, vilket är positivt för Jerneviken. Trots detta gör vi en bedömning att kostnaderna sammantaget kommer att öka. Därför prognostiserar vi att kvoten kommer att ligga på 51 procent per år för åren 2007 till 2011.

### 5.5.2.3 Personalkostnader/omsättning

Jernevikens personalkostnader i relation till företagets omsättning har sänkts från 29 procent till 23 procent under åren 2003 till 2006, vilket syns i tabell 19. Detta tyder på att Jerneviken har ökat sin effektivitet. Denna uppfattning stöds av den finansiella analys kring Jernevikens effektivitet som gjorts, vilken visar att omsättningen per anställd kontinuerligt har ökat under den senaste fyraårsperioden. Utefter detta resonemang bedömer vi situationen som att Jerneviken har ökat sin effektivitet. Därför kommer vi att använda en kvot på 25 procent för prognostiseringen, vilket är en kvot på två procentenheter under medeltalet för perioden år 2003 till 2006.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006	Medeltal
<b>Personalkostnader</b>	2347	3082	4401	4397	
<b>Personalkostnader/omsättning</b>	29 %	27 %	29 %	23 %	27 %

Tabell 19 - Jernevikens personalkostnader under åren 2003 - 2006

### 5.5.2.4 Övriga externa kostnader/omsättning

Övriga externa kostnader är en post som inbegriper kostnader för elektricitet, vatten, förbrukningsmaterial och liknande samt avskrivningar. Denna posts relation till Jernevikens omsättning syns av tabell 20. Utifrån genomförd redovisningsanalys har vi rensat för det skadestånd som Jerneviken tvingades erlagga för ett patentintrång under år 2006 samt för de advokatkostnader som uppkom i anslutning med denna händelse. Kostnaderna uppgick till sammanlagt drygt 1,7 miljoner kronor. Eftersom denna kostnad kan anses vara av engångskaraktär vill vi inte ta hänsyn till denna vid bedömningen av Jernevikens framtid. Medeltalet för kvoten mellan Jernevikens övriga externa kostnader och dess omsättning för åren 2003 till 2006 är 16 procent. Samtidigt visar värdena på en nedåtgående trend. Vi bedömer det därför som rimligt att använda en kvot på 15 procent i vår prognostisering.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006	Medeltal
<b>Övriga externa kostnader</b>	1441	1944	2050	4130	
<b>Avskrivningar</b>	75	81	111	167	
<b>Skadeståndrensning</b>	0	0	0	-1740	
<b>Övriga externa kostnader/omsättning</b>	19 %	18 %	14 %	13 %	16 %

Tabell 20 - Jernevikens övriga externa kostnader under åren 2003 - 2006

### 5.5.2.5 Räntekostnader/långfristiga skulder

Jernevikens räntekostnader i förhållande till dess långfristiga skulder för åren 2003 till 2006 syns i tabell 21. Kvoten har rört sig relativt volatilt under den senaste fyraårsperioden. Vi bedömer emellertid att medeltalet för perioden, 10 procent, kan nyttjas i prognosen då det är svårt att finna någon viss trend i den historiska utvecklingen av kvoten eller några andra tecken som pekar mot ett annat värde för denna.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006	Medeltal
<b>Räntekostnad</b>	267	75	66	59	
<b>Långfristiga skulder</b>	1474	1650	1078	462	
<b>Räntekostnader/långfristiga skulder</b>	18 %	5 %	6 %	13 %	10 %

Tabell 21 - Jernevikens räntekostnadsutveckling under åren 2003 – 2006

### 5.5.2.6 Skattesats

För närvarande uppgår den statliga skattesatsen för aktiebolag till 28 procent. Det är emellertid inte ovanligt att den faktiska skattebelastningen skiljer sig från den lagstiftade skattesatsen. En anledning är att vissa av företagets intäkter är skattefria, till exempel utdelningar från dotterbolag, och att vissa kostnader inte är avdragsgilla. Vid en företagsvärdering via en proformamodell är det vanligast att en schablonskatt på 28 procent används. (Nilsson et al., 2002) Vi kommer därför i vår prognostisering att använda en schablonmässig skatt på 28 procent.

### 5.5.2.7 Anläggningstillgångar/omsättning

Jernevikens anläggningstillgångar i förhållande till dess omsättning har stadigt minskat under åren 2003 till 2006, vilket syns i tabell 22. Vår finansiella analys av Jernevikens visar att företagets tillgångsmassa nästan har fördubblats under de senaste fyra åren. Det är emellertid Jernevikens omsättningstillgångar som stått för den största ökningen, då dess anläggningstillgångar under perioden endast ökat med tio procent. Den största delen av anläggningstillgångarna utgörs av Jernevikens fastighet. Vi bedömer att den rymmer plats för ytterligare tillväxt. Därför tror vi att anläggningstillgångarna kommer att hålla sig på en låg nivå i förhållande till omsättningen även i fortsättningen. I prognostiseringen väljer vi därför att använda en kvot som ligger under medeltalet för perioden, då värdet år 2003 drar upp värdet. Vi väljer att använda en kvot på 12 procent i prognostiseringen.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006	Medeltal
<b>Anläggningstillgångar</b>	1651	1618	1675	1811	
<b>Anläggningstillgångar/omsättning</b>	20 %	14 %	11 %	10 %	14 %

Tabell 22 - Jernevikens utveckling av anläggningstillgångar under åren 2003 - 2006

#### 5.5.2.8 Omsättningstillgångar/omsättning

Omsättningstillgångarna har legat relativt stabilt i relation med omsättningen i Jernevikens under år 2003 till 2006, vilket visas i tabell 23. Kvoten har fluktuerat mellan 50 och 54 procent under perioden, vilket ger ett medelvärde på 52 procent. Den finansiella analysen visar att omsättningstillgångarna har ökat med hela 121 procent från år 2003 till 2006. Att kvoten mellan Jernevikens omsättningstillgångar och omsättning är så pass stabil till och med under denna kraftiga tillväxt gör att vi bedömer att relationen mellan dem kan anses som tillräcklig tillförlitlig och varaktig för att den ska kunna ligga till grund för vår prognostisering. Således använder vi kvotens medeltal, 52 procent, i proformamodellen.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006	Medeltal
<b>Omsättningstillgångar</b>	4301	5639	8158	9484	
<b>Omsättningstillgångar/omsättning</b>	53 %	50 %	54 %	50 %	52 %

Tabell 23 - Jernevikens utveckling av omsättningstillgångar under åren 2003 - 2006

#### 5.5.2.9 Kortfristiga skulder/omsättning

De kortfristiga skulderna har de senaste åren ökat i omfattning gentemot omsättningen i Jernevikens, vilket kan ses i tabell 24. Även den finansiella analysen av Jernevikens sviktande likviditet indikerar att de kortfristiga skulderna ökar i hög grad i företaget. Utifrån trenden som syns nedan och som uppfattades i den finansiella analysen väljer vi att använda en kvot som överstiger det medeltal som syns i tabellen. Vi väljer att använda en kvot på 27 procent i proformamodellen.

	År 2003	År 2004	År 2005	År 2006	Medeltal
<b>Kortfristiga skulder</b>	1900	2419	4063	5329	
<b>Kortfristiga skulder/omsättning</b>	24 %	22 %	27 %	28 %	25 %

Tabell 24 - Jernevikens utveckling av kortfristiga skulder under åren 2003 - 2006

#### 5.5.2.10 Soliditetsmål

Enligt Johansson et al. (2004) beror det soliditetsmål ett företag bör ha till stor del på den affärsmiljö det verkar i. Branschanalysen som utfördes tidigare indikerar att den bransch som Jernevikens är verksam i präglas av relativt hög konkurrens. Detta torde föranleda att Jernevikens strävar mot att uppnå en relativt hög soliditet för att kunna bära eventuella förluster i framtiden. Vid balansdagen år 2006 har Jernevikens en soliditet på 47 procent. Den finansiella analysen som tidigare gjordes visar att övriga företag inom branschen har en soliditet på ungefär 45 procent. Denna jämförelse visar att Jernevikens har en soliditet som är en aning högre än andra företag i branschen. Visserligen verkar affärsmiljön ställa krav på att verksamheten finansieras i relativt hög grad av egna medel, men vi anser att en soliditet som överensstämmer med branschgenomsnittet kan anses som lämplig för Jernevikens och sätter därför 45 procent som mål i prognostiseringen.



### 5.5.2.11 Översikt av antaganden

En sammanfattande bild av ovan diskuterade antaganden framgår av tabell 25. Dessa värden kommer att ligga till grund för den kommande prognostiseringen av Jernevikens resultaträkning och balansräkning.

<b>Antaganden</b>	<b>År 2007</b>	<b>År 2008</b>	<b>År 2009</b>	<b>År 2010</b>	<b>År 2011</b>
Försäljningstillväxt	25 %	20 %	20 %	15 %	15 %
Handelsvaror/omsättning	51 %	51 %	51 %	51 %	51 %
Personalkostnader/omsättning	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %
Övriga externa kostnader/omsättning	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Ränta	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
Anläggningstillgångar/omsättning	12 %	12 %	12 %	12 %	12 %
Omsättningstillgångar/omsättning	52 %	52 %	52 %	52 %	52 %
Kortfristiga skulder/omsättning	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %
Soliditetsmål	45 %	45 %	45 %	45 %	45 %

Tabell 25 - Översikt av antaganden för prognostisering

### 5.5.3 Kalkylering

Nästa steg i prognostiseringen av Jernevikens framtida utveckling är att kalkylera hur posterna i resultaträkningen och balansräkningen kommer att utvecklas utifrån ovan gjorda antaganden. Efter uträkning i kalkylprogrammet Excel leder prognostiseringen fram till resultatutvecklingen som presenteras i tabell 26 samt till balansräkningen som syns i tabell 27. En sammanfattande uppställning av prognostiseringen och kalkyleringen finns i bilaga 5.

<b>Resultaträkning</b>	<b>År 2006</b>	<b>År 2007</b>	<b>År 2008</b>	<b>År 2009</b>	<b>År 2010</b>	<b>År 2011</b>
Omsättning	19003	23754	28505	34205	39336	45237
Handelsvaror		- 12114	- 14537	- 17445	- 20061	- 23071
Personalkostnader		- 5938	- 7126	- 8551	- 9834	- 11309
Övriga externa kostnader		- 3563	- 4276	- 5131	- 5900	- 6785
Räntekostnader		- 345	- 359	- 390	- 361	- 416
<b>Resultat före skatt</b>		1793	2206	2688	3179	3656
Skatt		- 502	- 618	- 753	- 890	- 1024
<b>Årets resultat</b>		1291	1589	1936	2289	2632
Utdelningar		0	0	0	216	885
<b>Kvarhållna vinstmedel</b>		1291	1589	1936	2073	1747

Tabell 26 - Jernevikens kalkylerade resultaträkning för åren 2007 - 2011

Utifrån antagandena kommer Jernevikens resultatutveckling under åren 2007 till 2011 att forma sig likt vad som visas i tabell 26. En relativt stark försäljningstillväxt leder till att omsättningen överstiger 45 miljoner kronor år 2011. Trots en omsättningsökning i absoluta tal motsvarande 21,5 miljoner kronor från år 2007 till 2011 ökar årsresultatet endast med drygt 1,5 miljoner kronor under samma period. Detta har sin grund i att vinstmarginalen i verksamheten är låg.

Kostnadsposterna handelsvaror, personalkostnader och övriga externa kostnader åter upp 91 procent av varje försäljningskrona. Förutom detta tillkommer räntekostnader och skatt, vilket gör att årsresultatet endast utgör cirka 5,5 procent av årets omsättning.

I resultaträkningen framgår att Jernevikens, om företaget har 45 procent som soliditetsmål, inte kommer att kunna ge några utdelningar till sin ägare under åren 2007 till 2009. Detta är en direkt följd av att Jernevikens årsresultat inte är tillräckligt stora dessa år för att finansiera den kraftiga tillväxt som estimeras. Ägarutdelning kan ske först år 2010 och 2011 när tillväxten enligt antagandena avtagit till 15 procent.

I ett företag med en bibehållen effektivitetsnivå kommer en omsättningstillväxt att kräva att företagets tillgångar ökar. Om anläggningstillgångarna och omsättningstillgångarna i Jernevikens följer omsättningen under åren 2007 till 2011 i liknande grad som de gjort under åren 2003 till 2006 kommer Jernevikens tillgångsmassa att växa kraftigt framöver i takt med att företagets omsättning växer. Företagets tillgångsmassa kommer att röra sig från 16 miljoner kronor år 2007 till nästan 30 miljoner kronor år 2011, vilket syns i tabell 27. Ökningen av Jernevikens tillgångar måste finansieras antingen av eget kapital eller av skulder. Jernevikens låga prognostiserade resultat räcker till en början inte till för att finansiera 45 procent av tillgångstillväxten, vilket vårt soliditetsmål kräver. Istället kommer företaget under åren 2007 till 2009 att vara tvunget att finansiera tillväxten med hjälp av skulder, vilket leder till att soliditeten under dessa år försämras. Soliditeten kommer enligt prognosen att inledningsvis sänkas till 38 procent under år 2007 för att därefter sakta återhämta sig och uppnå målet på 45 procent år 2010.

<b>Balansräkning</b>	<b>År 2006</b>	<b>År 2007</b>	<b>År 2008</b>	<b>År 2009</b>	<b>År 2010</b>	<b>År 2011</b>
Anläggningstillgångar		3563	4105	4926	5428	6243
Omsättningstillgångar		12352	14822	17787	20455	23523
<b>S:a tillgångar</b>		15915	18927	22712	25883	29766
<b>Skulder och eget kapital</b>						
Aktiekapital	130	130	130	130	130	130
Balanserade vinstmedel	4630	5921	7509	9445	11517	13265
Långfristiga skulder		3451	3591	3902	3615	4157
Kortfristiga skulder		6414	7696	9235	10621	12214
<b>S:a skulder och eget kapital</b>		15915	18927	22712	25883	29766

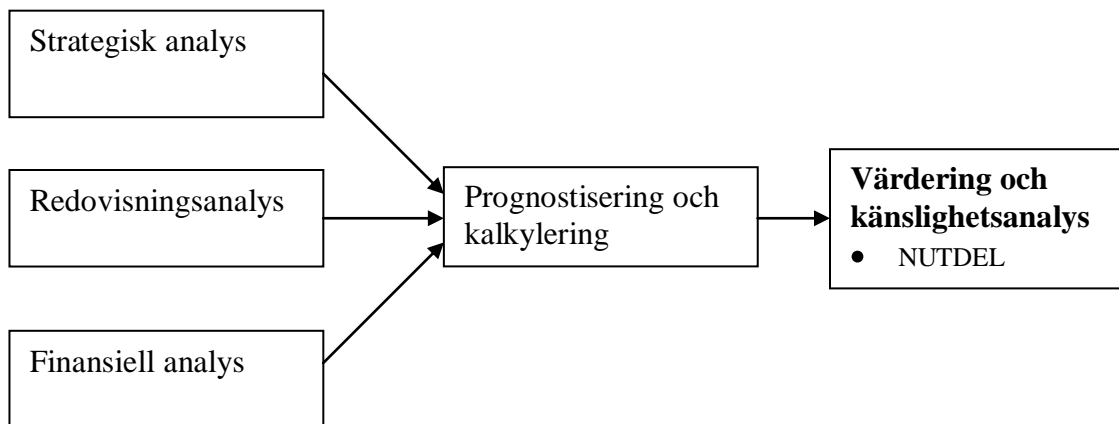
Tabell 27 - Jernevikens kalkylerade balansräkning under åren 2007 - 2011

## 5.6 Värdering och känslighetsanalys

Efter att ha prognostiserat och kalkylerat Jernevikens resultaträkningar och balansräkningar för åren 2007 till 2011 kommer värderingen av Jernevikens att utföras i detta avsnitt. Värderingen av Jernevikens kommer att ske utifrån NUTDEL-modellen, vilken definierar ett företags värde som nuvärdet av de framtida utdelningarna till dess ägare. Även om NUTDEL teoretiskt sett baserar sig på "going-concern", det vill säga att företagets verksamhet fortskrider en lång tid framåt i tiden, kan den praktiskt användas genom att nuvärdesberäkna utdelningarna för endast ett par år framåt i tiden och sedan räkna ut och diskontera företagets likvidationsvärde vid prognosperiodens slut. Likvidationsvärdet utgörs av storleken på företagets prognostiserade egna

kapital vid denna tidpunkt. Nuvärdet beräknas genom att de framtida värdena diskonteras bakåt i tiden med en kalkylränta.

I känslighetsanalysen som sedan följer kommer tre variabler i prognostiseringen att varieras i syfte att bedöma i vilken utsträckning varje faktor påverkar Jernevikens uträknade värde. Av figur 16 framgår var i värderingsprocessen värderingen och känslighetsanalysen placerar sig.



Figur 16 - Värdering och känslighetsanalysens placering i värderingsprocessen

### 5.6.1 Värdering av Jernevik

Värderingen av Jernevik baserar sig på NUTDEL-modellen. Denna modell definierar ett företags värde som nuvärdet av dess framtida utdelningar till ägarna. Vår värdering av Jernevik kommer således att basera sig på vilka utdelningar prognostiseringen visar att företaget kommer att ge sin ägare under de närmaste åren. Enligt prognosen av Jernevikens framtida ekonomiska utveckling kommer ingen utdelning att ske under åren 2007 till 2009, då hela resultatet måste investeras i företaget för att finansiera dess tillväxt. År 2010 och år 2011 uppnår Jernevik sitt soliditetsmål, varför utdelning kan ske dessa år. Enligt prognosen uppgår utdelningen till 216 tkr år 2010 och 885 tkr år 2011.

Ett antagande i vår praktisering av NUTDEL-modellen är att Jernevik likvideras i slutet av år 2011. Likvidationsvärdet utgörs av det prognostiserade värdet på Jernevikens egna kapital, vilket i kalkylen är summan av Jernevikens aktiekapital och balanserade vinstmedel, som i sin helhet antas delas ut till företags ägare. Enligt prognosen uppgår Jernevikens egna kapital vid balansdagen år 2011 till cirka 13,4 miljoner kronor.

Enligt NUTDEL-modellen skall ett företags prognostiserade utdelningar diskonteras till ett nuvärde. En kalkylränta, som representerar företagets avkastningskrav, skall ligga till grund för nuvärdesberäkningen. I Jernevikens fall finner vi det svårt att räkna ut en lämplig kalkylränta. Användning av WACC som kalkylränta kräver att betavärdet, alltså ett värde på hur företagets aktievärde rör sig i förhållande till börsindex, för det specifika företaget är framräknat. Eftersom Jernevik är ett onoterat företag och det inte råder en aktiv handel med dess aktier är det svårt

att räkna ut dess betavärde. Faktisk kapitalkostnad är en annan kalkylränta som kan användas. Dock upplever vi det som en olämplig kalkylränta för Jernevikens ägare, Owe Persson, tar ut kan beskrivas som oregelbundna. Vissa år tar han inte ut några utdelningar, medan andra år uppgår utdelningen till miljonbelopp. Vi väljer därför att använda en schablonmässig kalkylränta i värderingen av Jernevikens. Som framgår av avsnitt 4.2.1 använder Andra AP-fonden normalt åtta procent som kalkylränta i sina avkastningsmodeller. Vi bedömer det av den orsaken som lämpligt att använda en schablonmässig kalkylränta på 8 procent vid värderingen av Jernevikens.

Diskonteras Jernevikens utdelningar under åren 2007 till 2011 utifrån en kalkylränta på 8 procentenheter blir det totala nuvärdet av utdelningarna 761 tkr. Nuvärdesberäkning av Jernevikens likvidationsvärde år 2011 ger ett värde på drygt 9 miljoner kronor. Lägg nuvärdet av Jernevikens utdelningar och dess likvidationsvärde ihop uppgår värdet av Jernevikens till nästan 10 miljoner kronor. Således är Jernevikens utifrån våra beräkningar värt cirka 10 miljoner kronor. Nedan illustreras nuvärdesberäkningarna, vilka även framgår av tabell 28.

$$\text{Jernevikens värde} = \frac{0}{(1,08)} + \frac{0}{(1,08)^2} + \frac{0}{(1,08)^3} + \frac{216}{(1,08)^4} + \frac{885}{(1,08)^5} + \frac{13395}{(1,08)^5} = 9877 \text{ tkr}$$

	År 2007	År 2008	År 2009	År 2010	År 2011
Utdelning (tkr)	0	0	0	216	885
Nuvärdesberäknad utdelning (tkr)	761				
Likvidationsvärde (tkr)					13395
Nuvärdesberäknat likvidationsvärde (tkr)	9116				
<b>Totalt nuvärde (tkr)</b>	<b>9877</b>				

Tabell 28 - Beräkning av Jernevikens totala nuvärde i tusentals kronor (tkr)

## 5.6.2 Känslighetsanalys

För att bedöma i vilken utsträckning olika antaganden påverkar i en företagsvärdering kan en känslighetsanalys genomföras (Hult, 1998). I fallet med Jernevikens skall vi här ändra på tre variabler, nämligen tillväxt, kostnadsstruktur och kalkylränta, och undersöka hur detta påverkar företagets uträknade värde.

### 5.6.2.1 Tillväxt

Vi har prognostiserat att Jernevikens försäljning kommer att tillväxa med mellan 15 och 25 procent per år fram till år 2011. Denna tillväxttakt, som i tabell 29 betecknas som medel, ger Jernevikens ett företagsvärde motsvarande cirka 10 miljoner kronor. Tabell 29 visar att Jernevikens årliga försäljningstillväxt påverkar värdet av Jernevikens i relativt låg utsträckning. Värdet av att tillväxa 30 procent per år istället för 10 procent är endast drygt 2,5 miljoner kronor. Jernevikens låga vinstmarginal gör att Jernevikens tjänar relativt lite på sin försäljningstillväxt.

<b>Årlig försäljningstillväxt (%)</b>	<b>Låg (10 %)</b>	<b>Medel</b>	<b>Hög (30 %)</b>
<b>Värde på Jernevikens (tkr)</b>	8545	9877	11255

**Tabell 29 - Uträkning av värdet på Jernevikens Maskin AB**

### 5.6.2.2 Kostnadsstruktur

I kalkylen uppgår Jernevikens kostnader för handelsvaror till 51 procent av omsättningen, personalkostnader till 25 procent av omsättningen och övriga externa kostnader till 15 procent av omsättningen. Således har företaget en rörelsemarginal på endast 9 procent. Tabell 30 visar hur Jernevikens värde, vid en medeltillväxt, förändras om respektive kostnadspost reduceras med 5 procentenheter. Resultatet blir en massiv ökning av Jernevikens värde, från 10 miljoner kronor till drygt 24 miljoner kronor. Detta visar att det ligger en stor potential i en förbättrad kostnadsstruktur i företaget, då det leder till att Jernevikens kan dra större nytta av sin tillväxt.

	<b>Prognostiserad</b>	<b>Reducerad</b>
<b>Handelsvaror/omsättning</b>	51 %	46 %
<b>Personalkostnader/omsättning</b>	25 %	20 %
<b>Övriga externa kostnader/omsättning</b>	15 %	10 %
<b>Värde på Jernevikens (tkr)</b>	9877	24267

**Tabell 30 - Värdeförändring på Jernevikens vid en förbättrad kostnadsstruktur**

### 5.6.2.3 Kalkylränta

Enligt Nilsson et al. (2002) spelar kalkylräntan en avgörande roll vid en nuvärdesberäkning av ett företags betalningsströmmar. Det kan därför vara intressant att se hur förändringar i denna variabel påverkar det uträknade värdet av Jernevikens. I vår huvudsakliga värdering av Jernevikens används en kalkylränta på 8 procent. Som framgår av tabell 31 uppgår värdet på Jernevikens då till nästan 10 miljoner kronor. Skillnaden mellan att använda en kalkylränta på 6 procent och att använda en på 10 procent är drygt en miljon, vilket i sammanhanget utgör en relativt stor skillnad procentuellt sett. Skillnaden visar att valet av kalkylränta i en nuvärdesberäkning är ett beslut som värderaren bör uppmärksamma och ta på allvar.

<b>Beräknad kalkylränta</b>	<b>10 %</b>	<b>8 %</b>	<b>6 %</b>
<b>Värde på Jernevikens (tkr)</b>	9014	9877	10842

**Tabell 31 - Värdet på Jernevikens med en förändrad kalkylränta**

# Kapitel 6

## Slutsats

---

*I detta kapitel presenteras undersökningens resultat. Detta diskuteras utifrån undersökningens syfte och de därtill tillhörande frågeställningarna. Kapitlet avslutas med att vi, utifrån den föreliggande undersökningens resultat, ger förslag till vidare studier kring hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.*

---

### **6.1 Undersökningens resultat**

Utifrån den föreliggande undersökningens syfte och de därtill tillhörande frågeställningarna presenteras här undersökningens resultat.

- Fråga 1: *Hur genomför yrkesverksamma värderare en företagsvärdering?*

Undersökningen pekar på att yrkesverksamma värderares genomförande av en företagsvärdering till viss del skiljer sig åt, men att det finns samstämmighet vad gäller vissa aspekter. Värderarna har till synes en gemensam föreställningsram, eller grundsyn, kring området företagsvärdering. Ett företag betecknas som värdefullt i första hand med anledning av att det ger avkastning till sina ägare. Värdet utgörs av nuvärdet av företagets framtida kassaflöden. Denna föreställningsram förefaller ligga till grund för hur yrkesverksamma värderare genomför en företagsvärdering, då genomförandet är inriktat mot att uppskatta hur mycket företaget kan tänkas ge i avkastning till sina ägare framöver.

I undersökningen framträder tre huvudsteg i yrkesverksamma värderares genomförande av en företagsvärdering. Först utförs en fundamentalanalys, i vilken företaget och dess omgivning analyseras i syfte att bedöma företagets förutsättningar och framtida potential. Nästa steg i

genomförandet inbegriper skapandet av en prognosmodell. Modellen byggs vanligen upp i någon form av kalkylprogram och används för att prognostisera företagets framtida ekonomiska utveckling. Tredje huvudsteget i genomförandet av en företagsvärdering innefattar att göra en nuvärdesberäkning av de värden, till exempel kassaflöden, som uträknats. Nuvärdesberäkningen sker genom att värdena diskonteras med någon form av kalkylränta. Undersökningen indikerar att yrkesverksamma värderares uppfattning om vad som är den största utmaningen vid en företagsvärdering är att göra bedömningar om framtiden. Rimligheten i företagsvärderingens utfall avgörs i första hand genom jämförelse med värden på andra liknande företag.

- Fråga 2: *Hur kan en företagsvärdering genomföras i praktiken?*

Undersökningen visar att en företagsvärdering praktiskt kan genomföras med utgångspunkt i följande steg:

1. Lär känna det företag som skall värderas

Inledningsvis i processen är det till fördel om värderaren bekantar sig med det företag som skall värderas. För att värderaren skall kunna tillgodogöra sig en lagom omfattande och kvalitativ bild av företaget kan fokus ligga på exempelvis dess affärsidé, organisation och produktutbud.

2. Genomför en fundamentalanalys

Nästa steg i genomförandet av en företagsvärdering kan utgöras av en fundamentalanalys. Fundamentalanalysen syftar till att värderaren skall skapa sig en fördjupad uppfattning om företaget och dess omvärld. Denna analys kan delas in i tre delar, nämligen en strategisk analys, en redovisningsanalys och en finansiell analys. Att dela in analysen i dessa tre delar bidrar till att företaget och dess omgivning analyseras utifrån flera olika utgångspunkter, vilket förmodligen resulterar i en mer tillförlitligt slutsats.

3. Prognostisera företagets framtida ekonomiska prestation

I detta steg prognostiseras företagets framtida ekonomiska prestation. Prognostiseringen kan göras med en proformamodell som ramverk. Proformamodellen bygger på ett antal antaganden. Vilka antaganden som värderaren väljer att göra om företagets framtida ekonomi bygger i stor utsträckning på den fundamentalanalys som gjordes i föregående steg. Proformamodellen i kombination med gjorda antaganden resulterar i en prognostiserad framtida resultaträkning och balansräkning för företaget.

4. Nuvärdesberäkna de prognostiserade värdena

Med de värden som prognostiserats i föregående steg som utgångspunkt kan värderingen nu fullbordas. Undersökningen visar att företagets prognostiserade utdelningar kan ligga till grund för värderingen. De framtida utdelningarna till ägarna nuvärdesberäknas med hjälp av en kalkylränta. Summan av nuvärdet av de framtida utdelningarna till ägarna utgör företagets värde.

## 5. Genomför en känslighetsanalys

Som ett sista steg i genomförandet av en företagsvärdering kan en känslighetsanalys genomföras. Känslighetsanalysen hjälper värderaren med att identifiera nyckelvariabler i prognostiseringen, det vill säga vilka antaganden som till störst del påverkar det företagsvärde som uträknats.

- Undersökningens syfte är:

### **”Att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken”**

Undersökningen visar, med stöd av hur yrkesverksamma värderare genomför en företagsvärdering och av undersökningens fallstudie, att en företagsvärdering i praktiken kan genomföras utifrån en strukturerad process innehållande tre huvudsteg. Processen inleds med en fundamentalanalys där värderaren fördjupar sin kunskap om företaget och dess omgivning. I nästa steg prognostiseras företagets framtida ekonomiska prestation med hjälp av någon form av prognosmodell. I sista steget nuvärdesberäknas de värden, till exempel kassaflöden eller utdelning, som prognostiseringen producerat. Summan av de nuvärdesberäknade värdena utgör värdet på företaget.

## **6.2 Förslag till vidare studier**

Resultatet av den föreliggande undersökningen pekar på att en företagsvärdering kan genomföras utifrån en process som innefattar stegen fundamentalanalys, prognostisering och värdering, där företagets värde beräknas som nuvärdet av dess framtida avkastning till ägaren eller ägarna. Då undersökningen varit fokuserad på att undersöka och visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken har ett fallföretag använts som illustrerande exempel för denna process tillsammans med intervjuer av yrkesverksamma värderare som gett sin syn på hur en företagsvärdering kan genomföras. Vi anser dock att det finns utrymme för ytterligare undersökningar som kan klarlägga i än högre grad hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.

Framförallt skulle fokus kunna ligga på två områden för vidare studier:

1. *En fördjupad undersökning av processen som yrkesverksamma värderare genomför då de värderar ett företag. Är processen alltid densamma eller skiljer den sig åt beroende på karaktäristiken hos företaget.*

Då den föreliggande undersökningen intagit ett mer generellt förhållningssätt till hur yrkesverksamma värderare genomför en företagsvärdering innebär det att en viss insikt erhållits kring hur dessa genomför en värdering i praktiken. Vi menar dock att det skulle vara intressant att nå en ännu större kunskap kring denna företeelse. För att få detta skulle en fördjupad undersökning kunna göras om huruvida en företagsvärdering alltid genomförs på samma sätt eller om den beror på karaktäristiken hos företaget. Karaktäristiken skulle här kunna definieras i termer av om företaget är ett tjänsteföretag eller tillverkande företag, om företaget är noterat eller



onoterat eller om företaget är litet eller stort. En undersökning med denna inriktning tror vi skulle kunna utöka kunskapen om företagsvärdering som en praktisk företeelse.

- 2. Applicera en värderingsansats, likt den som presenteras i den föreliggande undersökningen, på företag av olika typer för att visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken.*

Den föreliggande visar hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Dock har detta skett enbart utifrån ett företag, varför resultatet av undersökningen inte kan anses vara helt allmängiltigt. För att nå ett mer allmängiltigt resultat skulle vi tycka att det vore intressant om fler undersökningar gjordes för att visa hur en företagsvärdering kan genomföras i praktiken. Vidare tror vi att värdet av sådana undersökningar skulle bli stort om undersökningarna fokuserade mot företag med olika karaktäristika, exempelvis om företaget är ett tjänsteföretag eller tillverkande företag, om företaget är noterat eller onoterat eller om företaget är litet eller stort. Därmed kan den eventuella påverkan som situationsspecifika faktorer har på en företagsvärderings genomförande identifieras och beaktas.

## Referenser

### A

Ax, C., Johansson, C., Kullvén., (2005). *Den nya Ekonomistyrningen*. Tredje upplagan. Liber Ekonomi. Malmö.

### B

Backman, J., (1998). *Rapporter och Uppsatser*. Studentlitteratur, Lund.

Bengtsson, M., Lavin, O., (2000). *Arkivator – värdering av ett tillväxtföretag*. BAS, Göteborg.

Bergmash, M., Polesie, T., Strid, M., (1996). *Nya spelregler på elmarknaden*. Prao Ahtit Bokförlag, Göteborg.

### C

Carlson, M., (2004). *Att arbeta med företagsanalys*. Sjätte upplagan. Liber Ekonomi, Malmö.

### D

Damodaran, A., (2002). *Investment valuation tools and techniques for determining the value of any asset*. Andra upplagan. John Wiley & Sons, New York, USA.

### E

Ejvegård, R., (2003). *Vetenskaplig metod*. Studentlitteratur, Lund.

Eriksson, L-T., Wierdersheim-Paul, F., (2001). *Att utreda, forska och rapportera*. Sjunde upplagan: Liber Ekonomi, Malmö.

### J

Johansson, C., Johansson, R., Marton, J., Pautsch, G., (2004). *Extern redovisning*. Första upplagan. Bonnier Utbildning. Stockholm.

Johansson, S.E., Runsten., (2005). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt*. Tredje upplagan. Studentlitteratur, Lund.

### H

Hansson, S., (2005). *Aktier, optioner, obligationer – en introduktion*. Tionde upplagan. Studentlitteratur, Lund.

Hult, M., (1998). *Värdering av företag*. Tredje upplagan. Liber Ekonomi, Malmö.

### K

Kotler, P., Armstrong, G., (1999). *Principles of Marketing*. Åttonde Upplagan. Prentice Hall International, New Jersey, USA.

## L

Lantz, B., (2003). *Operativ verksamhetsstyrning*. Första upplagan. Studentlitteratur, Lund.

Larsson, H., Murby, A., (2006). *Kungsleden – en företagsvärdering*. Magisteruppsats, Göteborgs Universitet, Göteborg.

Lekvall, P., Wahlbin, C., (1993). *Information för marknadsföringsbeslut*. Tredje upplagan. IHM Förlag AB, Göteborg.

Lingenhult, D., Runberg, K., (2006). *Steeltech – för professionella användare: en marknadsanalys och företagsvärdering*. Magisteruppsats, Göteborgs Universitet, Göteborg.

Lundahl, U., Skärvad, P-H., (1992). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Andra upplagan. Studentlitteratur, Lund.

## N

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

## P

Polesie, T., (1995). *Drift & finans – aspekter på ett företags ekonomi*. Första upplagan. Liber-Hermods, Malmö.

Porter, M., (1990). *The competitive advantage of nations*. Free Press, New York.

## S

Sevenius, R., (2003). *Företagsförvärv – en introduktion*. Första upplagan. Studentlitteratur, Lund

Sherman, A., Milledge, A., (2006). *Mergers and Acquisitions from A-Z* (Elektronisk). Andra upplagan. Amacom. Tillgänglig: books24x7. (2007-12-14)

## Elektroniska källor

Högberg, J. *Billigaste dollarn på 15 år*.

Tillgänglig: < <http://www.affarsvarlden.se/art/192382> > (2007-11-09)

Midhage. *Jack Midhage AB*.

Tillgänglig: < <http://www.midhage.se/produkter.html> > (2007-12-17)

Levanto. *Levanto Diamond tools*.

Tillgänglig: < <http://www.levanto.fi/diamantverktyg> > (2007-12-17)

Östlund, A. *Tung ekonom spår fortsatt höga råvarupriser*.

Tillgänglig: < [http://www.e24.se/branscher/ravaror/artikel\\_97245.e24](http://www.e24.se/branscher/ravaror/artikel_97245.e24) > (2007-11-16)

SCB. *SNI 28622 Industri för skärverktyg (år 2005)*.  
Databas via Göteborgs Universitet. (2007-12-14)

### **Muntliga källor**

Bohlin, Håkan, Direktinvesteringar Sjätte AP-fonden, intervju 2007-12-06.

Dahlberg, Eva, Ekonomiansvarig Jernevikens Maskin AB, intervju 2006-12-13.

Eixmann, Jonas, Portföljförvaltare Andra AP-fonden, intervju 2007-12-06.

Mirenus, Lars, Försäljning och teknisk rådgivning Jernevikens Maskin AB, intervju 2006-12-07.

Persson, Owe, Ägare och VD Jernevikens Maskin AB, intervju 2006-12-07.

Siewertz, Viktor, Handelsbanken Capital Markets, intervju 2007-12-11.

Stenman, Fredrik, Kontorschef SEB, intervju 2007-12-17.

Svensson, Angelica, Marknadsansvarig Jernevikens Maskin AB, intervju 2006-12-07.

Öijvall, Gunnar, VD SSDL, intervju 2007-12-19.

# Bilagor

## Bilaga 1

### Intervjuguide för yrkesverksamma värderare

- Vad arbetar du med? Dina arbetsuppgifter?
- Hur definierar du ett företags värde?
- Varför är ett företag värdefullt?
- Finns det specifika fallgröpar/problem som man skall tänka på vid värdering av ett företag?
- Hur ser er värderingsprocess ut i grova drag?
- Vart ligger den största utmaningen i appliceringen av er värderingsmodell?
- Hur bedömer du utfallet av en värdering?

## Bilaga 2

### Intervjuguide för anställda vid Jernevikens Maskin AB

#### Frågor om intervjuobjektet

- Vad arbetar du med? → Dina arbetsuppgifter?
- Vad är din roll i företaget?
- Hur länge har du varit anställd hos Jernevikens?
- Vad har du arbetat med tidigare?
- Hur gammal är du?

#### Frågor om företaget

- Kan du berätta lite allmänt om Jernevikens?

#### Företagsfakta

- Kan du berätta lite kring Jernevikens historia?
  - Hur har antalet anställda vuxit under åren?
  - När i tiden har olika produkter introducerats?
  - Viktiga händelser i Jernevikens historia? Kontrakt, kunder, nya lokaler, ny leverantör, etcetera?
- Hur ser Jernevikens ägarstruktur ut?
- Vilken är Jernevikens affärsidé?
- Hur är företaget organiserat?
- Vilken är er strategi?

#### Företagets verksamhet

- Hur ser er produktion ut? Vad producerar ni?
  - Är produktionen automatiserad?
  - Erbjuder ni era kunder några tilläggstjänster? Utbildning, service av produkter?
- Produktområden
  - Vilka produktområden har ni?
  - Hur länge har respektive produkt varit ute på marknaden?
  - Vilken är er viktigaste produkt?
- Investeringar/Framtidstro
  - Hur gammal är maskinparken?
  - Vad gör ni för typ av investeringar? Befintliga maskiner, in på nya marknader eller nya produktområden, produktutveckling (FoU)?
- Företagskultur
  - Hur upplever du stämningen på företaget? Formell vs informell, inne på varandras arbetsområden?
- Marknadsföringsaktiviteter
  - Vilka marknadsföringsaktiviteter har ni?
  - Vilka segment riktar ni er till?
- Försäljning
  - Vad har ni för prisnivåer jämfört med konkurrenter?

- Vad har ni för rabatter?
  - Ger ni krediter och på vilken tid?
- Finansiering
  - Hur finansieras tillväxten?
  - Soliditet?
  - Hur mycket vill ni växa och är ni villiga till lånefinansiering?

### **Externt**

- Kunder
  - Varför köper kunder era produkter? Vilket behov löser ni för kunden?
  - Antal kunder? Några stora och viktiga?
- Marknader
  - Vilka marknader verkar ni på?
  - Hur definierar ni er marknad?
  - Vilken marknadsandel har ni?
- Leverantörer
  - Antal?
  - Storlek?
  - Vad heter de?
- Konkurrenter
  - Vilka konkurrenter finns?
  - Vad skiljer er från era konkurrenter?

## **Bilaga 3**

### **Intervjuguide för VD på branschorganisationen SSDL – Gunnar Öijvall**

- Hur är tillväxten i branschen?
- Vilka konkurrensmedel använder sig företagen av i branschen av?
- Finns det många aktörer i branschen och hur ser fördelningen ut i storlek ut mellan dessa?  
Är företagen främst stora eller små?
- Är produkterna standardiserade eller är differentierade?
- Förekommer det stordriftfördelar inom branschen?
- Förekommer det överkapacitet i branschen, det vill säga är utbudet större än efterfrågan?
- Har företagen i branschen få eller många kunder?



## **Bilaga 4**

### **Presentation av intervjuobjekt**

#### **Värderare**

##### *Håkan Bohlin*

Den 10 december 2007 intervjuades Håkan Bohlin. Håkan Bohlin arbetar på Sjätte AP-fonden sedan drygt tio år tillbaka. Han har för närvarande som uppgift att hitta, värdera, investera och utveckla företag inom fastighetsbranschen. Innan Bohlin började arbeta på Sjätte AP-fonden arbetade han i sju år på SEB, där han bland annat var chef över en kreditanalysgrupp. Innan dess var Håkan Bohlin lärare och doktorand på Handelshögskolan i Göteborg.

##### *Jonas Eixmann*

Den 6 december 2007 intervjuades Jonas Eixmann. Jonas Eixmann arbetar på Andra AP-fonden och är ansvarig för dess svenska portföljförvaltning. Han förvaltar värden för sammanlagt 14 miljarder kronor. Fram till att Eixmann började arbeta på Andra AP-fonden för två år sedan arbetade han som aktieanalytiker på Handelsbanken Capital Markets i tio år. Han har en akademisk bakgrund som civilekonom med inriktning mot ekonomistyrning och tog sin examen år 1996.

##### *Victor Siewertz*

Den 11 december 2007 intervjuades Victor Siewertz. Victor Siewertz arbetar på Handelsbankens Capital Markets och är där specialiserad på ägarledda företag, alltså företag där ägaren fungerar som VD. Innan Siewertz började på Handelsbanken i augusti 2007 arbetade han i sju år med investment banking på HSH Nordbank. Dessförinnan hade han arbetat på Deloitte inom revision och på ett riskkapitalbolag. Victor Siewertz har en magisterexamen inom ekonomi vid Handelshögskolan i Göteborg.

##### *Fredrik Stenman*

Den 17 december 2007 intervjuades Fredrik Stenman. Fredrik Stenman är kontorschef på ett av SEB:s kontor i Göteborg. Där arbetar han med en mängd olika uppgifter inom ett brett område, allt från bolån till företagslån. Stenman har arbetat inom SEB i 17 år och fungerat som kontorschef i sex år. Han har ingen ekonomisk examen, men har genomgått en mängd internutbildningar inom banken.

#### **Medarbetare på Jernevikens Maskin AB**

##### *Eva Dahlberg*

Den 13 december 2007 intervjuades Eva Dahlberg. Eva Dahlberg är ekonomiansvarig på Jernevikens. Hon sköter den löpande bokföringen och är ansvarig för årsbokslut och liknande. Eva Dahlberg har arbetat med bokföring på Jernevikens sedan år 1997. Hon driver för närvarande en egen mindre revisionsbyrå och är därför endast deltidsanställd på Jernevikens. Innan hon började arbeta med revision har hon arbetat som modedesigner och haft egen tillverkning av kläder.

##### *Lars Mirenius*

Den 7 december 2007 intervjuades Lars Mirenius. Lars Mirenius har arbetat i Jernevikens sedan år 1997. Han arbetar främst med konstruktion, produktkalkylering, försäljning och fakturering.

Innan Mirenius startade sin anställning på Jernevikén arbetade han som marknadstekniker och säljare i tio år på Hilti, ett företag som liksom Jernevikén tillverkar och säljer verktyg.

### *Owe Persson*

Den 7 december 2007 intervjuades Owe Persson. Owe Persson är Jernevikéns ägare och VD. Han arbetar främst med produktutveckling. Innan Owe Persson startade Jernevikén har han ägt och drivit ett flertal liknande företag som varit verksamma inte bara i Sverige, utan även i bland annat Tyskland och USA. Owe Persson etablerade sig i håltagarbranschen redan år 1969, då han startade AB Såg- & Betongborrning. Han var även en av grundarna till Dimas Försäljnings AB, som år 1987 såldes till Electrolux och idag ingår i Husqvarna Constructions.

### *Angelica Svensson*

Den 7 december 2007 intervjuades Angelica Svensson. Angelica Svensson har arbetat i Jernevikén sedan oktober 2006. Hennes huvudsakliga arbetsuppgifter kretsar kring försäljning och marknadsföring. Bland annat sköter hon kundkontakter samt administrerar kampanjer, annonser och Jernevikéns hemsida. Innan Angelica Svensson började på Jernevikén arbetade hon som innesäljare på ett Telecom-företag.

## **Representant för branschorganisationen SSDL**

### *Gunnar Öijvall*

Den 19 december 2007 intervjuades Gunnar Öijvall. Gunnar Öijvall är ansvarig VD på SSDL, branschorganisationen för Sveriges leverantörer av slip- och diamantverktyg, där han arbetat sedan slutet av 1980-talet. Hans arbetsuppgifter består i att förse medlemsföretagen med marknadsinformation samt att se till att säkerhetsdokumentation avsedd för branschen finns tillgänglig på svenska.

## Bilaga 5

### Proformamodell för Jerneviken Maskin AB

Antaganden	År 2006	År 2007	År 2008	År 2009	År 2010	År 2011	
Försäljningstillväxt			25%	20%	20%	15%	15% av föregående års omsättning
Handelsvaror/omsättning			51%	51%	51%	51%	51% av årets omsättning
Personalkostnader/omsättning			25%	25%	25%	25%	25% av årets omsättning
Övriga externa kostnader/omsättning			15%	15%	15%	15%	15% av årets omsättning
Ränta			10%	10%	10%	10%	10% av årets långfristiga skulder
Skattesats			28%	28%	28%	28%	28% av resultat före skatt
Anläggningstillgångar/omsättning			12%	12%	12%	12%	12% av nästa års omsättning
Omsättningstillgångar/omsättning			52%	52%	52%	52%	52% av årets omsättning
Kortfristiga skulder/omsättning			27%	27%	27%	27%	27% av årets omsättning
Soliditetsmål			45%	45%	45%	45%	45%
<b>Resultaträkning</b>	<b>År 2006</b>	<b>År 2007</b>	<b>År 2008</b>	<b>År 2009</b>	<b>År 2010</b>	<b>År 2011</b>	
Omsättning	19003	23754	28505	34205	39336	45237	
Handelsvaror		-12114	-14537	-17445	-20061	-23071	
Personalkostnader		-5938	-7126	-8551	-9834	-11309	
Övriga externa kostnader		-3563	-4276	-5131	-5900	-6785	
Räntekostnader		-345	-359	-390	-361	-416	
<b>Resultat före skatt</b>		1793	2206	2688	3179	3656	
Skatt		-502	-618	-753	-890	-1024	
<b>Årets resultat</b>		1291	1589	1936	2289	2632	
Utdelningar		0	0	0	216	885	
<b>Kvarhållna vinstmedel</b>		1291	1589	1936	2073	1747	
<b>Balansräkning</b>	<b>År 2006</b>	<b>År 2007</b>	<b>År 2008</b>	<b>År 2009</b>	<b>År 2010</b>	<b>År 2011</b>	
Anläggningstillgångar		3563	4105	4926	5428	6243	
Omsättningstillgångar		12352	14822	17787	20455	23523	
<b>S:a tillgångar</b>		15915	18927	22712	25883	29766	
<b>Skulder och eget kapital</b>							
Aktiekapital	130	130	130	130	130	130	
Balanserade vinstmedel	4630	5921	7509	9445	11517	13265	
Långfristiga skulder		3451	3591	3902	3615	4157	
Kortfristiga skulder		6414	7696	9235	10621	12214	
<b>S:a skulder och eget kapital</b>		15915	18927	22712	25883	29766	