



WHITE PAPER

Värdering av onoterade bolag

Detta white paper är skrivet av Sïdon Benjaminsson från UC AB och handlar om värdet av värderingen av onoterade bolag — vad innebär det egentligen?

UC samlar in och förädlar information så att den kan användas för att företag och privatpersoner ska kunna ta säkrare affärsbeslut. Målsättningen är att de säkrare affärsbesluten ska leda till att deras kunder kan växa. UC erbjuder sina kunder beslutsunderlag genom förädlad affärsinformation och kompletta kreditupplysningar.

När du läst igenom dokumentet hittar du även mallar på samma tema i DokuMeras dokumentmallsbas under:

Alla mallar > Företagsöverlåtelse

sidon.benjaminsson@uc.se

www.uc.se

VAD ÄR VÄRDET AV EN VÄRDERING AV ETT ONOTERAT BOLAG?

3

Svaret på frågan anser jag borde vara "stort", men förvånande nog möts jag relativt ofta av åsikten, att det egna bolagets värdeutveckling är av underordnat intresse. Trots att företagaren ofta lägger ner större delen av sin vakna tid på utveckling av sitt företag, där han eller hon sätter upp mål för intäkts- och vinstutveckling och en rad andra nyckeltal, har uppföljningen av värdeskapandet i bolaget en underordnad plats. Samtidigt kan det föreligga ett stort intresse att följa upp det egna aktieinnehavet i noterade bolag. En förklaring till detta kan vara att värderingsprocessen upplevs för komplicerad, och att man anser en relevant mätning av det onoterade bolagets värde inte är möjlig. Det finns helt enkelt för många värdepåverkande variabler som inte går att prognostisera med tillräcklig precision tycker man.

Att anlita extern expertis har tidigare varit en relativt kostsam post, och det har säkerligen också bidragit till att man valt att inte fokusera på dessa delar i uppföljningen av bolaget. Numera finns dock ett antal aktörer på marknaden som erbjuder både enklare maskinella indikativa värderingar, och mer avancerade tjänster med manuell analys till mer överkomliga kostnadsnivåer.

Den dagen det blir skarpt läge, och en värdering av bolaget är nödvändig, står ofta ägarna frågande till hur de ska agera. Det kan handla om att de fått ett bud från någon intressent, och inte vet hur de ska ställa sig till det, eller att man önskar knyta en nyckelperson till bolaget genom att erbjuda möjligheten att köpa in sig i bolaget.

Den absolut vanligaste orsaken till att behovet av en företagsvärdering dyker upp enligt min erfarenhet, är att ägarna av någon orsak blivit oense och någon därför ska köpas ut. Om det i detta läge inte redan är klart definierat hur värderingen av bolaget ska genomföras, kan det leda till en komplicerad situation. Det är snarare regel än undantag att synen på hur man ser på bolagets värde skiljer sig markant åt mellan den som lämnar och den som blir kvar.

Ett annat vanligt scenario är att bolaget blivit kontaktat av en intressent. Man har inte ens tänkt tanken att något sådant skulle kunna inträffa, och är helt oförberedd på hur man ska agera. Ofta står då företaget frågande till vad ett rimligt pris ligger på, och har svårt att bedöma rimligheten i det eventuella budet. Man har således inte förberett sig och risken är då att bolaget hamnar i ett underläge, och inte kan föra en diskussion på en jämbördig nivå.

Processen och viktiga variabler vid värdering

Naturligtvis kommer jag i kontakt med onoterade bolag som har ett stort och strukturerat fokus på värdeskapandet i bolaget. De använder värderingsanalyser som ett instrument regelbundet för att följa upp bolagets utveckling. Detta sker ofta i samband med bokslutsarbetet, och analysen ingår i bolagets val av framtidsstrategi.

Om bolaget har i tankarna att optimera värdet inför en framtida försäljning, ser man exempelvis till att bolaget enbart belastas med nödvändiga och "verkliga" rörelsekostnader,

för att visa på bolagets korrekta potential då det gäller marginaler. Personalkostnader ska ligga på en marknadsmässig branschnivå.

Bolaget bör sträva efter att förhandla fram så lönsamma leverantörs- och kundavtal som möjligt, och detsamma gäller givetvis hyres- och leasingavtal.

Av stor vikt är naturligtvis att titta på hur man kan minimera riskerna inför ett ägarbyte. Skapa ett oberoende av nyckelpersoner i bolaget är en sådan del. En annan del är att undvika beroende av ett fåtal stora kunder.

Investeringar i tillgångar som bidrar till ökade intäkter och vinster är en annan del man tittar på. Ett företag som har ett stort behov av investeringar i anläggningstillgångar är naturligtvis inte lika attraktivt som ett företag där investeringarna redan är gjorda.

Optimering av rörelsekapitalsutvecklingen är självfallet också en viktig del. Det kan innebära att man gör ett arbete med fokus på effektiv Risk- och Credit management.

4

Olika värderingsmodeller

Det finns ett stort antal värderingsmodeller. De flesta blickar framåt i tiden och försöker prognostisera bolagets framtida potential att visa på positiva kassaflöden, skapa överavkastningar och ge förutsättningar till framtida utdelningar till ägarna.

Samtliga så kallade diskonterade värderingsmodeller nedan ska i teorin komma fram till samma värde om antaganden om framtiden görs på ett teoretiskt korrekt sätt.

Exempel på vanliga värderingsmodeller är:

- Utdelningsbaserad
- Överavkastningsbaserad
- Kassaflödesbaserad

Den vanligaste värderingsmodellen är en så kallad DCF, vilket står för diskonterad (nuvärdesberäknad) kassaflödesvärdering. Att denna modell fått ett sådant genomslag på marknaden, beror säkerligen på att den avser de mest fundamentala värdeskapande faktorerna i ett företag. Därmed är denna analys enligt min uppfattning den mest pedagogiska av ovanstående modeller.

Teorin bakom samtliga ovanstående modeller är egentligen inte speciellt avancerad. Man kan konstatera att det i litteraturen ofta finns ett fokus på matematiken i modellerna, men däremot att det endast i korta ordalag talas om hur framtidsprognosen ska göras. Detta är något förvånande, då det just är den delen som är den mest värdepåverkande i samtliga modeller.

Att med en hundra procentig precision se in i framtiden är naturligtvis en omöjlig uppgift. Om bolaget är moget i en stabil bransch, är prognosarbetet givetvis mindre komplicerat, än då bolaget och/eller bransch befinner sig i en expansionsfas. Analytikern har i första hand bolagets och branschens historiska utfall att luta sig mot då framtidsscenario skapas. Ofta bidrar dock bolaget självt med information om sin syn på bolagets potential, och detta beaktas självklart i analysarbetet. Olika prognosinstitut såsom SCB och Konjunkturinstitutet eller branschorganisationer kan också vägas in i prognosarbetet.

En viktig del i värderingsarbetet är att definiera en relevant risknivå och översätta den till en kapitalkostnadsnivå eller kalkylränta som man ibland väljer som uttryck.

I kassaflödesvärderingen är ambitionen att hitta en optimal kapitalstruktur vid investering mellan eget och externt lånat kapital eller viktad genomsnittlig kapitalkostnad ("WACC"). Här tittar man på nivåer beträffande riskpremie på den svenska kapitalmarknaden, riskfri ränta, storlekspremie och annan specifik risk i bolaget som ska värderas. Detta är en ytterst delikat del i värderingsarbetet. För att hitta fram till den optimala kapitalstrukturen ser vi en hel del på hur det sett ut historiskt inom branschen.

Andra vanliga värderingsmetoder som förekommer är jämförande värdering där man försöker hitta affärer som genomförts på liknande objekt, multipel värdering där man utgår ifrån "tumregler", exempelvis vad förhållandet mellan rörelsevärde och rörelseresultat ska vara (EV/EBITDA).

Substansvärdering har som mål att hitta ett marknadsvärde på bolagets justerade egna kapital (ägarandelen av de totala tillgångarna i bolaget).

Värdering som förhandlingsstöd

Det finns inget sätt att empiriskt mäta upp ett "sant" värde på ett onoterat bolag. Vid en förvärvsprocess har således de olika parterna nästan alltid en egen syn på vad värdet är i bolaget. Problemområden kan vara att värde begreppet upplevs som abstrakt och svårdefinierat. Vad är inkråm? Vad är substans? Vad är eget kapital? Ofta råder det faktiskt olika uppfattningar om vad dessa ord innebär.

Det finns begrepp inom värderingsbranschen som ibland används felaktigt. Skillnaden mellan rörelsevärde och aktievärde är något som många inte känner till. Även om man vet att nettoskulden ingår i aktievärdet, kanske man inte känner till att nettoskulden innebär skillnaden mellan likvida medel och räntebärande skulder. Vad innebär då likvida medel och räntebärande skulder... o.s.v.?

Med hänsyn till ovan förda resonemang är det inte svårt att förstå att en väl genomarbetad och pedagogisk värderingsanalys som är lättbegriplig för alla kan vara av ett stort värde att ta med sig till förhandlingsbordet. Där kan parterna i logisk ordning gå igenom de viktigaste värdepåverkande delarna i värderingsanalysen.

Det brukar även vara av ett stort värde, att i denna analys även ta med en bench-mark del, där bolaget jämförs mot en relevant så kallad peer-grupp där viktiga konkurrenter kan ingå. Här graderas bolagen inom de mest värdepåverkande nyckeltalen och såväl styrkor som svagheter identifieras.

Om DokuMera

Hos alla företag – stora som små – finns möjligheten att arbeta effektivare genom att använda sig av färdiga mallar. Avancerade dokument är tidsödande att upprätta samtidigt som de kräver expertkunskap för framtagandet. Och som vi alla vet - experter kostar pengar – mycket pengar.

DokuMera är ett B2B-företag som hjälper människor i svenska företag till en lönsammare och bekvämare tillvaro genom att tillhandahålla digitala dokument via internet. Tillsammans med sakkunniga experter har vi under åren tagit fram tusentals mallar för bland annat juridiska och ekonomiska dokument som säljs både via e-handel och genom personlig försäljning.

Under åren har DokuMera utvecklat Sveriges största databas av digitala, exempelbaserade dokumentmallar, riktade mot företag och organisationer. Produkterna laddas enkelt ned från Internet av våra kunder – företag och organisationer – och kan köpas styckvis eller genom att teckna ett årsabonnemang.

**www.dokumera.se
info@dokumera.se**