

Uppgift I

En företagsbesiktning (dvs. en *due diligence*) innebär i princip att en potentiell köpare genomför en undersökning av ett förvärvsobjekt (målföretaget), dess verksamhet och egendom. Anledningen till att köparen väljer att genomföra en sådan analys torde främst vara att han vill erhålla en rättvisande bild av målföretaget och därmed ett pålitligt underlag för sitt beslut om huruvida och under vilka förutsättningar köpet skall genomföras. Köparen har därför ett eget intresse av att utröna målföretagets *rätta* värde. Visserligen kan köparen även tidigare göra en översiktlig värdering;¹ men det är först när man genom besiktningen har fått en uppfattning om målföretagets egendom och rättsliga ställning som köparen kan bedöma vilket värde företaget har för honom, med andra ord vad han är beredd att betala. Baseras exempelvis köparens inledande värdering av företaget på prognoser eller budgetar, dvs. publik information, så kan dessa vid en finansiell företagsbesiktning visa sig vara felaktiga eller åtminstone alltför optimistiska. Detta gör att köparen kan vilja justera det initialt åsatta värdet på företaget och med eftertryck kräva en nedsättning av priset vid förhandlingar. Vidare kan en företagsbesiktning resultera i köparens krav på att säljaren ställer vissa garantier. Det kan exempelvis tänkas att målföretaget i framtiden riskerar att drabbas av en skatteskuld som vid förhandlingstillfället enligt säljaren inte fanns och inte heller klart framgick av balansräkningen då den inte var känd till belopp eller tidpunkt för betalning.² Enbart under förutsättning att säljaren ställer garantier kan köparen rimligtvis avstå från krav på prisjustering och bibehålla sin värdering av företaget.

Beaktas bör att besiktningens betydelse för företagsvärderingen påverkas av den värderingsmetod man som köpare väljer. I lägen där exempelvis en värdering grundas på marknadsvärdet på målföretagets tillgångar och skulder (substansvärdering) kan en besiktning inverka genom att klarlägga att stora

¹ Inte minst för att utröna om målföretaget alls är av intresse för köparen, se Balans 10/2002 s. 30.

² Se bl.a. FAR:Vägledning – Om årsredovisning i aktiebolag, avsnitt 4 och Thorell, s. 104 f. Osäkerhet kan även råda kring målföretagets miljöåtaganden, se Gorton, s. 34.

immateriella tillgångar i form av exempelvis goodwill eller inarbetade marknader (som inte är marknadsnoterade och därför saknar marknadsvärde) finns. Detta kan t.ex. vara aktuellt då målföretaget utvecklar dataprogram eller är ett läkemedelsföretag.³ Köparen kan därför behöva komplettera den valda metoden med andra värderingssätt. Vidare kan delar av målföretagets tillgångsmassa visa sig vara undervärderade pga. försiktighetsprincipen i redovisningssammanhang.⁴ I takt med att besiktningen fortskrider kan det därför vara realistiskt att frånga balansräkningens värden.

Dessutom kan tänkas att köparen planerat att efter ett övertagande rent praktiskt införliva målföretagets produktion i den egna verksamheten. Visar en besiktning att målföretagets maskiner är föråldrade och inte alls kan hålla den produktionstakt köparen utgått från, kan avkastningsprognoserna behöva ändras. En värdering som baseras på framtida avkastning kan på så sätt behöva anpassas till de ändrade förhållandena. Eftersom köparen i regel ansvarar för de omständigheter han får kännedom om vid en besiktning, är en koppling mellan besiktningen och köparens värdering särskilt betydelsefull.⁵

Uppgift II

a) När det gäller att värdera ett företag måste en mängd olika finansiella faktorer beaktas. I syfte att uppnå ett så realistiskt värde som möjligt bör man därför använda sig av ett flertal värderingsmetoder och nyckeltal. För att få ett perspektiv kan enligt min mening inledningsvis användas ett s.k. *p/e-tal* vid en jämförande värdering inom en bransch. Genom en multiplikation med företagets totala vinst erhåller man ett konkret marknadsvärde på företaget. Då skillnaderna mellan olika företags finansiering och framtida utvecklingsmöjligheter kan vara betydande är en jämförande värdering av denna typ ett trubbigt och osäkert mått.⁶ Man bör därför även göra en företagsvärdering

³ Melz, s. 102 och Thorell, s. 172 f.

⁴ Se bl.a. ÅRL 2 kap. 4 § st. 1 p. 3 och Gorton, s. 29.

⁵ Balans 5/2002 s. 19 ff., Gorton, s. 32 f.

⁶ Thorell, s. 171 f.

med utgångspunkt från prognoser om framtiden för enskilda företag, dvs. beräkna det diskonterade värdet av eventuella framtida utdelningar. För detta krävs att man på ett rättvisande sätt tolkar ett företags historiska utveckling och utifrån detta konstruerar en realistisk prognos.⁷ Härvid är nyckeltal som exempelvis *vinstmarginal* informativa. Har vinstmarginalen varit jämn och gynnsam under en längre tid tyder detta dels på att kostnaderna i företaget är under kontroll dels att försäljningen är god. Ökar samtidigt omsättningen något torde denna utveckling kunna bibehållas även i framtiden och så småningom återspeglas i utdelningarna. Då marknaden är bestämmande för utvecklingen bör man också jämföra med andra företag för att se om prognoserna är realistiska. Härvid lämpar sig *rörelsemarginalen* väl, då den inte som vinstmarginalen påverkas av finansieringen genom bl.a. räntekostnader, men likväl ger en bild av företagets omsättningsutveckling och marknadsposition. Finansieringen kan dock i sig vara av intresse för att kunna uppskatta möjligheterna till framtida avkastningar. Det kan därför vara klokt att även undersöka *soliditeten* för att identifiera vilka effekter en eventuell konjunkturedgång kan få på företaget. Slutligen är naturligtvis även *marknadsandelen* avgörande vid en företagsvärdering.

b) Innan en investering i aktier görs är det lämpligt att man tar ställning till vad man förväntar sig av aktieinnehavet. Söker man en långsiktig vinstgivande investering kan ett företags *p/e-tal* vara upplysande. Ett högt värde tyder oftast på att marknaden ser med tillförsikt på företagets möjligheter att växa eller förbättra sin omsättning framöver, även om vinsten för tillfället inte är alltför hög. I en sådan situation är en kortsiktig investering inte särskilt lämplig. *Vinsten per aktie* är ett relativt lättolkat värde som kan vara i varje fall ett momentant riktmärke. Som investerare är man dock troligen mer intresserad av den procentuella avkastningen. Företagets utdelning på aktieägarnas kapital bör därför istället analyseras genom studier av nyckel-

⁷ Se Thorell, s. 183 f. och Balans 5/1985 s. 31 ff.

talet *räntabilitet på eget kapital*.⁸ En undersökning av detta värdets utveckling över en längre tid ger en fingervisning om hur företaget lyckats förränta aktieägarnas kapital. Har utvecklingen varit jämn i en bransch som präglas av små förändringar under lång tid, rör det sig troligen om åtminstone en säker investering. Emellertid är nyckeltalet mindre lämpad för jämförelser med andra företag eftersom man vid dess beräkning inte tar hänsyn till företagets finansiering. Detta kan vara en nackdel då man söker efter den mest lönsamma investeringsformen. Det kan därför vara passande att undersöka *räntabiliteten på sysselsatt kapital* bland olika företag. Ett dylikt nyckeltal inkluderar räntekostnader på så sätt att man beräknar avkastningen inte enbart på eget utan även på lånat kapital. Likväl måste man vara försiktig. Är lånefinansieringen hög i förhållande till andelen eget kapital (*soliditet*) är möjligheterna att parera i varje fall långsiktiga konjunktursvängningar, mindre.⁹

Uppgift III – a) och b)

Vid en företagsvärdering söker man i regel beräkna det egna kapitalet som finns i företaget. Substansvärderingen utgår därvid från differensen mellan *faktiska* marknadsvärden på tillgångar och skulder, medan avkastningsvärderingen ser det egna kapitalet som en avkastningsgivande tillgång vars nuvärde kan beräknas genom en diskontering av de samlade *framtida* utdelningarna.¹⁰ Något förenklat kan därför sägas att den förra värderingsmetoden hänför sig till samtiden medan den senare är mera framtidsinriktad. Vid substansvärdering undgår man sålunda att göra prognoser om framtida kassaflöden och kan istället använda sig av balansräkningen; samtidigt är man dock tvungen att vid behov justera upp bokförda värden till marknadsvärden (s.k. övervärden). Uppgår hos ett aktiebolag marknadsvärdet på tillgångarna till exempelvis 400 tkr (bokfört värde är lägre) och skulderna till

⁸ Thorell, s. 163 f.

⁹ Balans 3/2002 s. 39 f. och Thorell, s. 165 f.

¹⁰ Se här till bl.a. Thorell, s. 172 ff. och Melz, s. 101 ff.

200 tkr (bokfört värde är högre pga. latent skatt på bl.a. övervärden som fanns), blir substansvärdet lika med 200 tkr ($400-200$). En osäkerhet är här att övervärden inte finns tillgängligt för icke-marknadsnoterade tillgångar; för exempelvis läkemedelsföretag kan metoden alltså komma att underskatta det egna kapitalet. Gör man däremot en avkastningsvärdering baserat på t.ex. utdelningen, måste man bl.a. med hjälp av redovisningen uppskatta de framtida vinsterna (med avräkning för eventuell investering i den egna verksamheten) och kalkylräntan (se nedan). Beräknas utdelningen exempelvis vara 50 tkr under en mycket lång tid och är kalkylräntan 20 %, kan nuvärdet beräknas till 250 tkr ($50/0.2$).¹¹ Av uppställningen blir tydligt att uträkningen bygger på mer eller mindre osäkra prognoser. Noggrannheten kan visserligen ökas genom att delvis frånga den nämnda kalkylen och beräkna den diskonterade utdelningen separat för enskilda år för vilka prognoserna är säkrare. Men problematiken med att approximera hur utdelningskapaciteten och utdelningens tillväxt utvecklas, kvarstår. Säkra belopp såsom marknadsvärdena vid substansvärderingen, finns inte.

Som framgått är kalkylräntan en stor osäkerhetsfaktor vid avkastningsvärderingar vilket främst beror på dess sammansättning. Kalkylräntan består dels av ett inflationsskydd som skall skydda de framtida utdelningarna mot den faktiska värdeförsämringen, dels en realränta dvs. ett avkastningskrav på det egna kapitalet. Eftersom prisstegringarna i samhället är relativt konstanta brukar inflationsskyddet ändras i förutsebar takt. Avkastningskravet kan däremot variera kraftigt beroende på exempelvis företagets ålder och marknadens bedömning av risknivån i företaget. Det senare är i sin tur avhängig av bl.a. företagets storlek och de föregående årens vinster. Är företaget nystartad är förväntningarna och kraven vanligtvis höga, kalkylräntan likaså. Medan framförallt äldre och stora företag som marknaden bedömer vara säkra att investera i, kan uppvisa en lägre kalkylränta.

¹¹ Kalkylräntans betydelse vid beräkning av p/e-tal kommer jag inte att behandla, se Thorell, s. 180 f.

Litteraturförteckning

- Engström, S, Kan nyckeltal påvisa framtida betalningsoförmåga?, Balans 3/2002 s. 35-40 (cit: Balans 3/2002)
- Jonsson, L, Liljegren, N, i Gorton, L, Due diligence – Garantier och undersökning vid olika avtalstyper, Lund 2002, s. 26-34 (cit: Gorton)
- Melz, P, Företagsekonomi för jurister, 3:e uppl., Juridisk Fakultetslitteratur (cit: Melz)
- Pettersson, C, Sevenius, R, Due diligence en allt viktigare process – men inte någon fastställd standard, Balans 10/2002 s. 30-34 (cit: Balans 10/2002)
- Sevenius, R, Är det rätt att göra due diligence?, Balans 5/2002 s. 17-22 (cit: Balans 5/2002)
- Thorell, P, Företagens redovisning, 4:e uppl., Iustus förlag 2003 (cit: Thorell)