



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

FEK 582
Kandidatuppsats
VT 2005

Värderingsmetoder ur ett Private Equity-perspektiv

Författare

Omid Gholamifar
Christoffer Källberg
Carl-Sebastian Zadig

Handledare

Tore Eriksson

Sammanfattning

Uppsatsens titel:	Värderingsmetoder ur ett Private Equity-perspektiv
Seminariedatum:	8 juni 2005
Ämne/Kurs:	FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
Författare:	Omid Gholamifar, Christoffer Källberg, Carl-Sebastian Zadig
Handledare:	Tore Eriksson
Fem Nyckelord:	Private Equity, Buy-Out-Capital, värderingsmetoder, investeringsstrategier, finansiell analys
Syfte:	Vårt syfte med uppsatsen är att beskriva och analysera de värderingsmetoder, som Private Equity-företag använder vid företagsförvärv. Vi vill även veta mer om hur investeringsstrategier och värderingsanalys tillämpas på målbolagen.
Metod:	Vi har använt en deduktiv ansats för att uppnå vårt syfte. Metodansatsen för datainsamlingen har varit kvalitativ.
Teoretiska perspektiv:	Med hjälp av finansiella, strategiska och redovisningsmässiga teorier redogör vi för Private Equity-företagens investeringsstrategier och värderingsanalys.
Empiri:	Den empiriska datan har insamlats genom personliga intervjuer med företrädare för fem svenska Private Equity-företag.
Slutsatser:	Vi kan konstatera att utformningen av Private Equity-företagens generella investeringsstrategier har sin grund i den teoretiskt såväl som empiriskt fastslagna överlägsenheten. Vad gäller värderingsanalysen är det empiriskt bevisat att multipelvärdering är den klart dominerande värderingsmetoden. Avkastningsvärdering är, trots sina teoretiska fördelar, förknippad med svårigheter i praktiken. Substansvärdering som vi trodde skulle vara mycket användbar, har dock liten utbredhet bland de företag vi studerat. Orsaken till multipelvärderingens popularitet är, enligt vår mening, att värdering av målbolag visat sig vara fullständigt underordnad potentiell prisökning efter förvärv.

Abstract

- Title:** Valuation methods used by Private Equity firms
- Seminar date:** June 8, 2005
- Course:** Bachelor thesis in Business Administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
- Authors:** Omid Gholamifar, Christoffer Källberg, Carl-Sebastian Zadig
- Advisors:** Tore Eriksson
- Key Words:** Private Equity, Buy-Out Capital, Valuation methods, Investment strategies, Valuation analysis
- Purpose:** The purpose of this thesis is to describe the valuation methods used by Private Equity firms in corporate acquisitions. We also want to ascertain information and knowledge regarding investment strategies and valuation analysis.
- Methodology:** A deductive theory and a qualitative approach have been used for our empirical research.
- Theoretical perspectives:** Financial, strategic and accounting theory has been used to describe and explain the investment strategies and valuation analysis of Private Equity firms.
- Empirical foundation:** The primary data has been collected through personal interviews with representatives from five Private Equity firms located in Sweden.
- Conclusions:** We have discovered that Private Equity firms mainly use relative valuation (multiples). Methods using discounted cash flows are not often to be used by the firms due to impractical features. The Net Asset Value method is not as commonly used as we had expected.

Förord

Denna uppsats sätter punkt för våra kandidatstudier i finansiering vid Lunds Universitet, våren 2005. Vi känner att uppsatsskrivandet har varit ett såväl lärorikt som intressant sätt att tillägna oss kunskap.

Vi är mycket nöjda med vårt val att skriva om Private Equity. Det har gett oss en extra dimension att under uppsatsskrivandet kunna följa en het debatt om vårt ämne i media. Trots detta anser vi att de företag som varit föremål för denna undersökning varit mycket hjälpsamma och tillmötesgående.

Tack till Staffan Ingeborn, som tog sig tid att berätta om grundläggande förutsättningar inom Private Equity-branschen.

Sist, men inte minst, vill vi tacka vår handledare, Tore Eriksson, samt Cecilia och Lennart som ställt upp och korrekturläst och kritiskt granskat vår uppsats. Helt säkert är att uppsatsen inte blivit densamma utan er!

Lund, den 31 maj 2005

Omid Gholamifar

Christoffer Källberg

Carl-Sebastian Zadig

Innehållsförteckning

1 Inledning.....	7
1.1 Introduktion till ämnet.....	7
1.2 Problemdiskussion	9
1.3 Syfte	10
1.4 Avgränsningar	10
1.5 Disposition	10
1.6 Positionering.....	11
1.7 Förkortningar.....	11
2 Metod	12
I metodavsnittet diskuteras de metodval som gjorts gällande den teoretiska ansatsen. Vidare redogör vi för hur vi gått tillväga i samband med våra empiriska studier. Slutligen diskuterar vi studiens validitet och reliabilitet.	
2.1 Val av ansats.....	12
2.2 Datainsamlingsmetod	12
2.3 Dataselektion.....	13
2.3.1 Primär- och sekundärdata.....	13
2.3.2 Källkritik	14
2.4 Intervjuer	14
2.4.1 Standardiserade och ostandardiserade intervjuer	14
2.4.2 Strukturerade och fria intervjuer	15
2.4.3 Personliga intervjuer	15
2.4.4 Telefonintervjuer	16
2.4.5 Dokumentation av intervjuer.....	17
2.4.6 Intervjuareffekter.....	17
2.4.7 Begränsningar i intervjumaterialet.....	18
2.5 Validitet och reliabilitet.....	19
3 Praktisk referensram.....	21
3.1 Inledning.....	21
3.2 Private Equity-fonder	21
3.3 Private Equity-företagens historia och samtid	22
3.4 Urvalsmetod	23
3.5 Företagspresentation.....	23
3.5.1 Inledning.....	23
3.5.2 Altor Equity.....	24
3.5.3 EQT	25
3.5.4 Industri Kapital.....	25
3.5.5 Nordic Capital	26
3.5.6 Procuritas.....	26
4 Teori	28
4.1 Bakgrund	28
4.2 Investeringsstrategi.....	29
4.2.1 Förvärvsinitiering	29
4.2.2 Interna och externa begränsningar	29
4.2.3 Branschanalys.....	30
4.2.4 Management Buy-Out (MBO)	34
4.2.5 Leveraged Buy-Out (LBO)	35
4.2.6 Exit	37
4.3 Värderingsanalys.....	38

4.3.1 Inledning.....	38
4.3.2 Substansvärdering	39
4.3.3 Avkastningsvärdering.....	40
4.3.4 Multipelvärdning.....	41
5 Empiri.....	43
5.1 Investeringsstrategi.....	43
5.1.1 Förvärvsinitiering	43
5.1.3 Interna och externa begränsningar	44
5.1.4 Branschanalys.....	44
5.1.5 Management Buy-Out (MBO)	46
5.1.6 Leveraged Buy-Out (LBO)	47
5.1.7 Exit	49
5.2 Värderingsanalys	51
5.2.1 Substansvärdevärdering	51
5.2.2 Avkastningsvärdering.....	52
5.2.3 Multipelvärdning.....	53
6 Analys.....	55
6.1 Investeringsstrategi.....	55
6.1.1 Förvärvsinitiering	55
6.1.2 Interna och externa begränsningar	56
6.1.3 Branschanalys.....	57
6.1.5 Management Buy-Out (MBO)	58
6.1.6 LBO.....	60
6.1.7 Exit	61
6.2 Värderingsanalys	62
6.2.1 Substansvärdering	62
6.2.2 Avkastningsvärdering.....	64
6.2.3 Multipelvärdning.....	66
7 Slutsatser	68
8 Förslag till framtida forskning.....	72
9 Källförteckning.....	74
Böcker	74
Elektroniska källor	76

1 Inledning

I det inledande kapitlet ger vi läsaren en introduktion till ämnet. Denna introduktion utmynnar sedan i problemdiskussionen. Därefter presenteras uppsatsens syfte samt de avgränsningar och den positionering som vi har valt. Slutligen redogör vi för dispositionen och de förkortningar som används i uppsatsen.

1.1 Introduktion till ämnet

Private Equity-företagens roll på kapitalmarknaderna har varit föremål för en radikal förändring under de senaste åren. Från att ha utgjort en avgränsad kapitalkälla med relativt begränsat inflytande har dessa företag numera en tydlig och ansvarsfylld ställning på kapitalmarknaderna. Bedömare menar att det finns mycket stora summor att tillgå för aktörerna på den svenska Private Equity-marknaden.

Den 24 januari 2005, publicerades en artikel i Dagens Industri, som bygger på investment-banken Carnegies analys av kapitaltillgången på marknaden. Enligt Carnegie förfogar Private Equity-företagen över 100 miljarder kronor, till detta lägges 400 miljarder kronor av lätt upplånat kapital och summan blir 500 miljarder. Detta innebär, enligt Carnegie, att Private Equity-företagen har kapacitet att köpa upp en tredjedel av Stockholmbörsen.¹

Dagens Industri skriver, den 18 maj 2005, att 42 bolag har lämnat börsen de senaste två åren och att endast 17 nya har noterats under samma period. Anledningen till detta sägs vara att Private Equity-företagen ratar börsen när de ska avyttra sina målbolag. I samma artikel uttalar finansmannen Christer Gardell, VD för Cevian Capital, att Private Equity-företagen utgör ett kraftigt hot mot börsen som marknadsplats. Detta beror, enligt Christer Gardell, på att marknaden är rationell och således föredrar att sälja där priset är högst.

¹ www.di.se 2005-01-24.

Vidare hävdar Christer Gardell, att börsen omgärdas av för mycket restriktioner och byråkrati och att nyemissioner går betydligt snabbare att genomföra utanför börsen. Han går till och med så långt att han varnar för att börsen, på sikt, kan bli en andrahandsmarknad för bolag med högre risk.²

Denna kritik bemöts av chefen för OMX Exchanges, Jukka Ruuska, i Dagens Industri den 20 maj 2005. Jukka Ruuska menar att marknaden för Private Equity kommer att mättas inom två år och att bolagen kommer att återvända till börsen. Jukka Ruuska har dock tillsatt en utredning som ska granska, om det finns onödiga byråkratiska regler, på börsen, som kan slopas. Han betraktar Private Equity-företagen som en positiv faktor, som tillför industriellt värde till bolag. Dessa bolag kommer således tillbaka till börsen i bättre skick efter en period med ett Private Equity-företag som ägare.³

Industrimannen Marcus Storch går, i Dagens Industri den 4 maj 2005, till angrepp och kallar Private Equity-aktörerna för *pyramidspelare*. Han hävdar att det inte finns någon samhällsnytta i Private Equity-företagens verksamheter. Marcus Storch anser, att Private Equity-företagen endast omfördelar kapital snarare än att utveckla och skapa värde. Upprinnelsen till Marcus Storch utspel är att EQT, efter endast 1,5 år som ägare, sålt dentalföretaget Sirona till en amerikansk riskkapitalfond och tjänat 3,5 miljarder kronor på affären.⁴

Samma artikel bemöter Ratos VD Arne Karlsson kritiken. Han hävdar att 90 % av Ratos avkastning vid exit kommer från industriell utveckling. Industrimannen Rune Andersson kritiserar Private Equity-företagen och går steget längre genom att dra paralleller till fastighetsboomen, som föranledde bankkrisen i början av 1990-talet. Rune Andersson menar att bankerna har ett stort ansvar, som de i dagsläget inte axlar, då liberal utlåning är ett faktum.⁵

² www.di.se 2005-05-18.

³ www.di.se 2005-05-20.

⁴ www.di.se 2005-05-04.

⁵ www.di.se 2005-05-04.

Marknaden har en begränsad insyn i Private Equity-branschen.⁶ Detta medför avsaknad av insikt och kännedom om Private Equity-företagens verksamhet. Är det ignorans gällande företagens värderingsmetoder som ligger bakom uttalanden liknande de som refereras ovan? Vi anser att så kan vara fallet och att det därför finns ett behov av en redogörande undersökning inom detta område.

1.2 Problemdiskussion

De målbolag som är av intresse för Private Equity-företagen väljs utifrån vissa investeringsstrategier.⁷ Forskning på området visar att dessa är relativt likartade hos Private Equity-företagen. Varför ser de generella investeringsstrategierna ut som de gör?

Den vetenskapliga värderingsteorin är i många fall inte fullständigt applicerbar på den verklighet den avser att beskriva.⁸ Med detta som utgångspunkt är det av stor vikt att de teoretiska ansatserna ställs i relation till Private Equity-företagens värderingsmetoder i praktiken. Ger dagens erkända teorier en fullständig bild av företagens värderingsmetoder?

När gallringen, som bygger på de grundläggande investeringsstrategierna, är utförd ska de potentiella målbolagen genomgå en utförlig värderingsanalys för att fastslå vilka som lämpar sig bäst som investeringsobjekt.⁹ Vilken eller vilka modeller rörande värderingsanalys använder Private Equity-företagen efter genomfört urval och gallring? Varför används dessa modeller?

En viktig del är, enligt forskning, den investeringsstrategi Private Equity-företagen använder vid avyttring av målbolag.¹⁰ Beslut om hur avyttringen lämpligen genomförs fattas redan under värderingsfasen. Men hur kommer det sig att exitstrategierna ser ut som de gör?

⁶ www.affarsvarlden.se 2005-05-25.

⁷ Nyman s 41.

⁸ Arnold s 145f.

⁹ Nyman s 121.

¹⁰ Nyman s 67.

Vi anser att ovan nämnda frågeställningar är väldigt tätt sammanlänkade. Därför är det, enligt vår mening, nödvändigt att utreda samtliga och se hur de påverkar varandra för att kunna skapa en tillräckligt djup analys av Private Equity-företagens värderingsmetoder.

1.3 Syfte

Vårt syfte med uppsatsen är att beskriva och analysera de värderingsmetoder, som Private Equity-företag använder vid företagsförvärv. Vi vill även veta mer om hur investeringsstrategier och värderingsanalys tillämpas på målbolagen. Vi avser dra generella slutsatser baserade på likheter och skillnader i värderingsmetoder som Private Equity-företagen använder. Vår målsättning är vidare att försöka klargöra om den kritik, som den senaste tiden riktats mot Private Equity-företag är befogad.

1.4 Avgränsningar

Vi kommer att inrikta uppsatsen på den del av den svenska Private Equity-marknaden som kallas Buy-Out Capital. Vi kommer således inte att beröra Venture Capital-företagens metoder för värdering. Vi avser vidare begränsa utredningen till den del av företagsförvärvet, som är relaterat till Private Equity-företagens värderingsmetoder. Vi använder värderingsmetod som ett samlande begrepp för företagens investeringsstrategier och värderingsanalys. Vi kommer inte att beskriva förvärvsprocessen förutom de fall som är direkt relaterade till vår frågeställning.

1.5 Disposition

Inledningsvis beskriver vi den metodik och det tillvägagångssätt som använts vid skrivandet av denna uppsats. I den praktiska referensramen får läsaren en bakgrund till branschen samt en presentation av våra fallföretag. Därefter presenteras det teoretiska avsnittet, som utgör referensram för empiri och analys.

Vidare beskriver vi de empiriska iakttagelser, som gjorts i samband med intervjuer och utfrågningar. I analyskapitlet jämförs sedan de empiriska studierna med den teoretiska referensramen. Avslutningsvis redogör vi för våra slutsatser samt sammanfattar vår uppsats och ger förslag till fortsatt forskning i ämnet.

1.6 Positionering

Det har genom åren skrivits en hel del uppsatser om Private Equity. De har i huvudsak handlat om huruvida Private Equity-företag skapar värde i sina portföljbolag. Vi utreder och analyserar istället de värderingsmetoder som används vid förvärv. Uppsatsen riktar sig till personer med ett grundläggande ekonomiskt kunnande och ett intresse för Private Equity-branschen.

1.7 Förkortningar

EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITA	Earnings Before Interest, Taxes and Amortization
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EV	Enterprise Value
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
LBO	Leveraged Buy-Out
MBO	Management Buy-Out
WACC	Weighted Average Cost of Capital

2 Metod

I metodavsnittet diskuteras de metodval som gjorts gällande den teoretiska ansatsen. Vidare redogör vi för hur vi gått tillväga i samband med våra empiriska studier. Slutligen diskuterar vi studiens validitet och reliabilitet.

2.1 Val av ansats

Vi har valt att använda oss av deduktiv ansats och inledde arbetet med uppsatsen genom att genomföra en litteraturstudie. Målet med forskningen är att utreda huruvida de metoder om företagsvärdering, som återges i den av oss valda teoribildningen, är applicerbara på Private Equity-branschen. Vi har strävat efter att skaffa oss en god överblick av branschen för att kunna välja branschrepresentativa företag för vår djupstudie. Den induktiva ansatsen förkastades tidigt på planeringsstadiet. Vi ansåg inte att det skulle vara givande att helt förbehållslöst genomföra intervjuer med representanter för Private Equity-företagen.

Vi bedömde det istället som mer givande att komma till intervjuerna med vår skapade teoretiska referensram. Detta för att möjliggöra analys av likheter och skillnader mellan vår teoretiska kunskap och respondenternas praktiska erfarenheter. Vi ansåg att det intressanta i sammanhanget skulle bli utvärderingen och förståelsen kring varför, eller varför inte, de teoretiska modellerna används i praktiken.

2.2 Datainsamlingsmetod

Samhällsvetenskaplig forskning omfattar två olika teorier gällande datainsamlingsmetod. *Kvantitativ* metod presenterar numerära resultat, medan *kvalitativ* presenterar hur respondenter som intervjuas eller observeras förhåller sig till ämnet.¹¹ Kvalitativ metod lämpade sig bäst för vår utredning då vi har försökt sätta oss in i Private Equity-företagen och förstå deras agerande vid företagsvärderingar inför uppköp. Vår uppsats är således

¹¹ Johannessen & Tufte s 20ff samt s 67ff.

hermeneutisk – det vill säga förståelsebaserad.¹² Möjligheten att kunna ta till vara på respondenternas åsikter och värderingar kändes för oss väldigt central.

Det är vanligt att kvantitativ metod kopplas samman med deduktiv ansats. Detta för att kunna få ett tydligt svar presenterat i siffror. Trots att induktiv ansats kan tyckas vara mer hermeneutisk än den deduktiva, som kan ses som mer positivistisk och naturvetenskaplig, har vi valt att kombinera deduktiv ansats med kvalitativ datainsamlingsmetod. Vår uppsats är dock annorlunda och det vore föga intressant att försöka genomföra en kvantitativ undersökning utifrån vår problemdiskussion. Vi anser att vårt ämne endast kan göras rättvisa genom förklarande resonemang och redogörelser. Att presentera utredningen i siffror skulle, i vårt fall, snarare verka vilseledande än förklarande, eftersom uppsatsen är förståelsebaserad.¹³

2.3 Dataselektion

2.3.1 Primär- och sekundärdata

Som nämnts ovan har vår utredning ett kvalitativt fokus, vilket utgjort grunden till vår datainsamlingsmetod. Fortfarande återstår dock att redogöra för flera val i vår datainsamling. Vi har arbetat både med primär- och sekundärdata i vår utredning och båda har haft stor betydelse för utfallet.

Primärdata definierar vi som den data vi själva tagit fram för vår specifika utredning.¹⁴ Sekundärdata definierar vi som den data som inhämtas från tidigare forskning och som inte är direkt kopplad till vår utredning. Eftersom vi avsett att undersöka huruvida den teoretiska referensramen är applicerbar på Private Equity-branschen, har arbetsgången varit att vi jämfört vår sekundära data – teorin – med vår primära data – empirin.

¹² Lundahl & Skärvad s 42f samt s 102.

¹³ Bryman & Bell s 11f, s 68f samt s 282f.

¹⁴ Till det följande, se Lundahl & Skärvad s 52.

Vad gäller sekundärdata är det viktigt att poängtera att datan är insamlad för forskning med ett huvudsakligen annat syfte än det vi har för vår uppsats.¹⁵ Vi har i vissa fall haft en begränsad insikt i vilken metod som använts vid framtagandet av informationen och därmed vilken grad av reliabilitet informationen har för vår undersökning.

2.3.2 Källkritik

Private Equity-branschen i Sverige består av relativt få företag, där de flesta har samma mål med sina investeringar. Även om ett par av dessa utmärker sig genom att exempelvis främst investera i specifika branscher, står de flesta Private Equity-bolag som direkta konkurrenter till varandra. Det innebär att företagen möjligen inte givit oss en fullständigt rättvisande bild av deras värderingsprocess. Vi är medvetna om detta och bedömer att det kan ha medfört att våra resultat inte skiljt sig markant mellan de olika företagen.

2.4 Intervjuer

2.4.1 Standardiserade och ostandardiserade intervjuer

Lundahl och Skärvad skiljer på *standardiserade* intervjuer, där ett frågeformulär följs till punkt och pricka och *ostandardiserade* intervjuer, där intervjuaren låter intervjun ta sin egen riktning och anpassar frågorna allteftersom intervjun fortgår.¹⁶ De nämner även en tredje metod, *semistandardiserade*, där de övergripande frågorna följer ett manus, men respondenten inbjuds utveckla sina svar genom relevanta följdfrågor, som ställs i de fall intervjuaren anser att dessa för intervjun framåt. Med tanke på hur våra intervjuer genomförts, kan dessa kategoriseras som semistandardiserade. Vi är medvetna om att våra intervjuer vid första anblicken kan uppfattas som ostandardiserade. Vi anser dock inte att så är fallet. Detta i och med att samtliga respondenter var införstådda med ramarna inom vilka frågorna skulle rymmas.

¹⁵ Lundahl & Skärvad s 52.

¹⁶ Lundahl & Skärvad s 115.

2.4.2 Strukturerade och fria intervjuer

Lundahl och Skärvad skiljer även på *strukturerade* och *fria* intervjuer, där den förstanämnda kännetecknas av att intervjuaren har klart för sig, vad som ska uppnås med intervjun och att intervjun följer en systematisk ordning och är informationsinriktad. Den senare kännetecknas av att fokus läggs på ett bredare område. Intervjun syftar då till att skapa förståelse kring intervjuobjektets värderingar och föreställningar snarare än ren fakta.¹⁷

Våra intervjuer har inte varit några skolexempel på vare sig fria eller strukturerade intervjuer utan innehåller delar av båda. Intervjuerna har varit faktaorienterade, samtidigt som vi har lagt relativt stort fokus på att identifiera skillnader mellan de olika Private Equity-företagens värderingsmodeller. Således har vi låtit våra intervjuer ha de strukturerade intervjuernas inslag av faktaorientering, samtidigt som vi valt att behålla de fria intervjuernas fria fortskridande under intervjutillfällena. Vi har därmed lagt stort fokus på att försöka tolka intervjuobjektets värderingar och föreställningar. För att uppnå detta har vi till största del använt oss av *öppna processfrågor* – det vill säga övergripande frågor utan angivna svarsalternativ – och endast använt *slutna preciserade frågor* som följdfrågor.¹⁸

2.4.3 Personliga intervjuer

Intervjuer kan kategoriseras som antingen *personliga intervjuer*, *telefonintervjuer* eller olika former av *enkäter*.¹⁹ Vi har genomfört två personliga intervjuer, vilka inte följde något förutbestämt frågeformulär. Vi har valt att inte använda oss av enkätundersökningar, då vi vill skapa oss en djupare förståelse, snarare än att dra slutsatser baserade på kvantitativ data om branschen. En vecka före respektive intervju mailade vi en kortare presentation av vårt ämne samt de i problemdiskussionen angivna frågorna, som vi bad respondenterna fundera kring inför intervjun.

När det var dags för intervju var samtliga respondenter väl förberedda och hade god insikt i ämnet och vad vi sökte finna klarhet i genom intervjun. Det fick till följd att intervjuerna kom att bli i en slags presentation från respondentens sida, där vi flikade in med mer specifika frågor. Dessa ledde till en öppen diskussion, som vi tror tog oss längre än en mer strikt

¹⁷ Lundahl & Skärvad s 116.

¹⁸ Lundahl & Skärvad s 120 samt Arbnor & Bjerke s 243.

¹⁹ Lundahl & Skärvad s 170.

intervjuform hade kunnat göra. Positivt var även, att vi som intervjuare hade krav på oss att komma väl förberedda samt ställa relevanta följdfrågor vid rätt tidpunkter för att få så uttömmande svar som möjligt. Vi tror även att de spontana följdfrågor som ställdes i högre grad fick omaskerade svar och tjänade således sitt syfte.

Vid samtliga personliga intervjuer valde alla tre att närvara för att skapa förutsättning för ett gemensamt samtal med respondenten. Detta gav oss även större möjligheter att tillsammans genomföra den efterföljande analysen. Eftersom samtliga respondenter var erfarna yrkespersoner med stor vana av att redogöra för sin verksamhet och framställa sina åsikter, bedömde vi det inte som ett problem att vi skulle vara i ett numerärt överläge vid intervjutillfället.

De personliga intervjuerna inleddes med att vi översiktligt redogjorde för vår uppsats och våra studier i Lund. Detta för att bygga en personlig relation och skapa en avslappnad stämning. Vi undvek att alla tre sitta på rad utan satte oss vid olika delar av bordet, även detta för att undvika en känsla av förhör eller utfrågning.

2.4.4 Telefonintervjuer

Vi genomförde även tre telefonintervjuer. Tillvägagångssättet var initialt identiskt med ovanstående personliga intervjuer, då respondenterna var medvetna om syftet med intervjun. Efter att ha avtalat tid för telefonintervju, mailade vi ovan nämnda frågeställningar till respondenterna.

När det sedan var dags för intervju använde vi oss av högtalartelefon, som möjliggjorde ljudupptagning. Intervjuerna varade mellan 25-40 minuter och liknade på många sätt de personliga intervjuerna. Den största skillnaden var att telefonintervjuerna var en diskussion mellan en av oss och respondenten, snarare än ett gemensamt samtal som vi de personliga intervjuerna.

2.4.5 Dokumentation av intervjuer

För att maximera värdet av intervjuerna spelades samtliga in, givetvis med intervjuobjektens godkännande. Detta möjliggjorde större flexibilitet under intervjutillfällena, även om efterarbetet blev mer omfattande. Viktigt var att så snart som möjligt efter intervjuerna lyssna igenom ljudupptagningarna för att tillsammans med våra stödanteckningar sammanställa dem i skrift. Inspelningarna har tjänat som en trygghet vid skrivandet av empirin, då vi kunnat återvända till dem, om vi varit osäkra på tolkningen av respondentsvaren.

2.4.6 Intervjuareffekter

Den primärdata vi samlat in genom intervjuer kan till stor del vara påverkad av oss själva genom *intervjuareffekter*.²⁰ Intervjuareffekten kan delas upp i två delar; effekter relaterade till de frågor vi ställer och hur vi ställer dem, vilket vi diskuterat ovan, samt hur vi beter oss och hur respondenten uppfattar oss som personer.²¹ Respondenten kan även påverkas om denne har en uppfattning av oss innan intervjun. I vårt fall gäller att vissa av våra respondenter har haft en personlig koppling till oss, vilket även det kan påverka personens inställning till intervjun. Konsekvenser av detta kan ha varit att respondenten i vissa fall anpassat sina svar till det han eller hon trodde att vi vill höra.

Våra personliga intervjuer har genomförts i mötesrum i anslutning till intervjuobjektens kontor, vilket kan tänkas ha gjort att de känt sig mer avslappnade och tillmötesgående vid intervjutillfällena. Om vi istället valt att utföra intervjuerna på Ekonomihögskolan i Lund, det vill säga i vår hemmiljö, hade respondenten antagligen känt sig mer obekväma i början av intervjun och kanske inte varit fullt så tillmötesgående. En neutral plats för båda parter hade varit ett tredje alternativ. I vårt fall lät vi dock respondenterna själva välja tid och plats, då deras kalender var långt mer fulltecknad än vår. Respondenternas ansträngningar minimerades och på så vis förbättrade troligen förutsättningarna för intervjuerna. Dessutom befinner sig samtliga företag vi intervjuat i Stockholm, vilket innebar att vi inte hade alternativet att göra intervjuerna i vår studiemiljö.

²⁰ Arbnor & Bjerke s 243.

²¹ Bryman & Bell s 120 samt Arbnor & Bjerke s 243.

Vid fyra av våra intervjuer intervjuade vi en representant för respektive företag. Anledningen till detta är att företagen ansåg det tillräckligt att låta en person representera företaget. Detta kan finna sin grund i dels resurser, dels att det fanns en person som med stor sannolikhet kunde besvara våra frågor. Vid samtliga företag har vi dock fått tillfälle att intervju den person vi har ansett vara mest lämplig. Det femte företaget hade dock även en student som arbetade halvtid närvarande vid intervjun. Detta var för det första mer tidseffektivt ur deras synvinkel då studenten kunde klargöra för enklare saker och därmed bespara den ordinarie anställdes dyrbara tid. För det andra verkade studenten som en länk mellan oss och företaget då han hade stor förståelse för vår kandidatuppsats då han själv studerade ekonomi med finansiell inriktning på Handelshögskolan i Stockholm.

Vi hoppas att vi förmått minimera effekten av dessa negativa effekter genom att vara medvetna om dess inverkan. Viktigt har även varit att vi bibehållit vår kritiska hållning gentemot ny information.

2.4.7 Begränsningar i intervjumaterialet

Vi fick vid intervjutillfällena intrycket av att samtliga respondenter talade öppet och lät oss ta del av företagets verksamhet så väl under intervjun som genom företagsdokument. Detta var dock med förbehållet att inte använda direkta citat utan godkännande, samt att inte reproducera dokumenten i fråga. Vi accepterade samt respekterade detta och lät därför samtliga respondenter ta del av empiriavsnittet innan slutlig inlämning. Vi ville på så vis undvika att respondenterna skulle känna sig utelämnade eller feltolkade. Vidare vill vi klargöra att uttalanden angående en företagsspecifik åsikt eller ett agerande i empiriavsnittet inte ska tolkas som att de andra företagen inte agerar på samma sätt eller delar deras syn. Det som skrivits i empiriavsnittet ska således inte läsas motsatsvis.

2.5 Validitet och reliabilitet

En undersökning som kännetecknas av hög validitet har god integritet och saknar systematiska mätfel.²² Vi har valt att analysera validitet utifrån följande två underrubriker; *Inre och yttre validitet*.²³

Den inre validiteten, eller den interna validiteten, utvärderar huruvida mätinstrumenten forskaren använt mäter det de ska.²⁴ Vi bedömer att vår inre validitet är hög, då vi haft god kontakt med primära källor som varit välinformerade om vår utredning. De personer vi genomfört djupintervjuer med valdes ut genom *intensiva val*, vilka enligt Johannessen och Tufte karakteriseras av att forskaren väljer personer, som är ”starkt präglade av ett kännetecken utan att vara extrema”.²⁵ Det betyder alltså att de personer vi intervjuat är starkt präglade av branschen och således har stor kunskap på det aktuella området men samtidigt inte är upphovsmän till området och därmed eventuellt inte kunna ställa sig objektivt till ämnet. Den inre validiteten kan ofta bedömas vara hög vid kvalitativa utredningar, förutsatt att forskarna har haft möjlighet att tala med de personer, som anses lämpliga och gjord ett relevant urval.

Den yttre validiteten, eller den externa validiteten, mäter hur rimliga resultaten är och hur väl genomförd utredningen är.²⁶ En hundra procentig yttre validitet, eller god reliabilitet, innebär att om utredningen genomförs igen av en ny forskargrupp, alternativt på ett annat exempel på samma fenomen, ska forskarna komma fram till liknande slutsatser som vi har gjort.²⁷ För att öka vår yttre validitet och reliabilitet beslutade vi oss för att skaffa god branschöversikt för att kunna välja relevanta företag. Om vår kunskap begränsats till ett företag, vore det svårt att generalisera och dra slutsatsen att våra resultat var representativa för hela branschen. Våra resultat från de olika företagen var relativt lika varför sannolikheten att våra utvalda företag är branschrepresentativa måste anses vara hög.²⁸

²² Lundahl & Skärvad s 150 samt Bryman & Bell s 33f.

²³ Johannessen & Tufte s 47f samt Lundahl & Skärvad s 150f.

²⁴ Bryman & Bell s 34, Arbnor & Bjerke s 256 samt Lundahl & Skärvad s 150.

²⁵ Johannessen & Tufte s 84f.

²⁶ Bryman & Bell s 34, Arbnor & Bjerke s 256 samt Lundahl & Skärvad s 150.

²⁷ Johannessen & Tufte s 28.

²⁸ Arbnor & Bjerke talar även om *ytvaliditet*, vilket även nämns i av Bryman & Bell (s 77). Deras definitioner av dessa tre typer av validitet skiljer sig aningen. Vi definierar dock i enlighet med Bryman & Bell.

Enligt Johannessen och Tufte kan reliabiliteten mätas enligt två olika metoder; *Test-retest-reliabilitet* och *inter-rater-reliabilitet*.²⁹ Test-retest innebär att studien genomförs vid två tillfällen med några veckors mellanrum. Denna metod kändes inte relevant för vår utredning, eftersom vi har gjort en kvalitativ undersökning. Vi är övertygade om, att vi inte blivit klokare genom att utföra samma intervjuer ytterligare än gång. Vid en enkätundersökning med tusentals respondenter hade ett sådant test kanske varit mer relevant.

Inter-rater-testet syftar, enligt Johannessen och Tufte, till att flera forskare eller forskargrupper utför studier på samma fenomen. Vi har inte haft möjlighet att genomföra ett sådant test, men vi tror att om ytterligare en forskargrupp hade genomfört samma studie på samma personer som vi, hade de kommit fram till likartade resultat. Vi tror inte att vårt upplägg av studien i form av metodval och genomförande eller våra personliga egenskaper har påverkat vårt resultat i sådan omfattning att en annan forskargrupp hade kommit fram till ett annat resultat än vi gjort.

²⁹ Till det följande, se Johannessen & Tufte s 29.

3 Praktisk referensram

Detta kapitel syftar till att ge en historisk och samtida bakgrund till Private Equity-branschen. Vi redogör även för en Private Equity-fonds uppbyggnad. Slutligen presenteras de företag som vi studerat.

3.1 Inledning

Termen Private Equity betecknar *riskkapitalinvesteringar* som görs i *onoterade* företag där man praktiserar ett *tidsbegränsat* perspektiv genom *aktivt* ägande.³⁰ Private Equity grupperas därefter in i två delar. Venture Capital innebär att företag investerar i tidiga faser i små- eller medelstora målbolag med, ett i allmänhet, svagt eller negativt kassaflöde. Buy-Out Capital, däremot, innebär att företag investerar i mogna målbolag med, i allmänhet, positiva kassaflöden. I denna uppsats skriver vi enbart om Buy-Out-företagen i Private Equity-branschen. Vi kommer därför härefter att använda termerna Buy-Out-företag och Private Equity-företag synonymt. Dessa företag har störst fonder och har varit mest framträdande i media de senaste åren. Genom sitt ägande bidrar Private Equity-företagen utöver kapital, främst med finansiell kompetens, nätverk, ägarstyrning och kredibilitet.

3.2 Private Equity-fonder

När ett Private Equity-företag ska upprätta en ny fond inbjuds olika utvalda investerare att investera i fonden.³¹ En finansiell aktör brukar vanligtvis vara inblandad i uppbyggnad och marknadsföring av fonden. Vid etablerandet av fonden tillskjuter Private Equity-företaget tillsammans med investerarna fondens kapital. Kapitalmängden i fonden bestäms på förhand. Pengarna transfereras dock inte omedelbart utan först när behovet i förvärvssituationer uppstår.

³⁰ Till det följande, se www.svca.se 2005-05-17.

³¹ Till det följande, se Nyman s 30ff.

En Private Equity-fonds livslängd fastställs på förhand och uppgår vanligtvis till tio år. Efter livslängdens slut likvideras fonden och kapitalet delas upp mellan de olika investerarna. Vid förvärv skapas ett skalbolag som förvärvar målbolaget med fondens kapital och en stor andel skuldkapital. Private Equity-företaget ingår därmed endast som delägare och rådgivare men har naturligtvis informell besluträtt inför förvärv.

3.3 Private Equity-företagens historia och samtid

I USA startades under 1940-talet de första företagen inom Private Equity-branschen. Företeelsen kom relativt snart till Europa och den första investeringen i Europa genomfördes av ett engelskt företag vid namn ICFC. Detta företag är idag känt som 3i och betraktas som Europas ledande Private Equity-aktör.³²

I Sverige dröjde det till 1970-talet innan det första Private Equity-företaget startades. I det fallet var det fråga om ett gemensamt initiativ mellan svenska staten och banksektorn.³³ Branschen tog under 1980-talet ordentlig fart i Sverige. Detta tack vare att börserna steg och att allmänheten börjat intressera sig för aktier. Kapitaltillgången ökade och således kunde mer kapital allokeras till Private Equity-branschen.³⁴ I och med bankkrisen minskade intresset för riskkapital och branschen var i stort sett död under början av 1990-talet.³⁵ Under andra hälften av 1990-talet fram till hösten år 2000 ökade återigen intresset och antalet Private Equity-företag såväl som investeringsantalet växte oerhört snabbt.³⁶ Då börserna vända kraftigt nedåt under slutet av år 2000 innebar det återigen att Private Equity-branschen drabbades. Faktum är att 2004 var första året sedan år 2000 med ett ökat antal investeringar.³⁷

³² Nyman s 19.

³³ www.metapress.com 2005-05-20.

³⁴ Nyman s 19.

³⁵ www.metapress.com 2005-05-20.

³⁶ Nyman s 20.

³⁷ www.di.se 2005-05-15.

I slutet av 1990-talet stod Private Equity för 10 % av aktiviteten kring uppköp och fusioner. Den siffran är idag mellan 15-20 % och bedöms fortsätta att stiga.³⁸ Under år 2004 genomförde de svenska Private Equity-företaget tillsammans investeringar till ett värde av 11 miljarder kronor, en ökning med 96 % från år 2003.³⁹ Enligt Riskkapitalförbundet är en ökande investeringstillväxt att vänta även för år 2005.⁴⁰ Den svenska Private Equity branschen förvaltar idag ett kapital på 230 miljarder kronor, vilket motsvarar ett värde på ungefär 10 % av Stockholmsbörsen⁴¹.

3.4 Urvalsmetod

För våra empiriska studier har vi valt att titta närmare på fem aktörer verksamma inom Buy-Out Capital. Företagen EQT, Industri Kapital och Nordic Capital valdes ut på grundval av att de är tre av de största och mest inflytelserika Buy-Out-företagen på den svenska marknaden. Procuritas valdes ut tack vare att de är ett av de äldsta Buy-Out-företagen och har ett gott renommé. Altor Equity är ett aktivt och nystartat företag på väg uppåt i branschen, som valdes då ansåg det kunna tillföra ytterligare en dimension till uppsatsen. Centralt i urvalsprocessen var även att företagen skulle vara branschrepresentativa och tillmötesgående. Vi anser att urvalsprocessen varit tillfredsställande och är nöjda med de företag som vi valt att studera.

3.5 Företagspresentation

3.5.1 Inledning

Vi har studerat fem Private Equity-företag. Dessa presenteras nedan i bokstavsordning, för att ge läsaren en övergripande bild av deras respektive verksamhet och hur de kan tänkas skilja sig från varandra samt branschgenomsnittet.

³⁸ www.affarsvarlden.se, 2005-15-03.

³⁹ www.di.se, 2005-04-27

⁴⁰ Svenska Riskkapitalförbundet är en obunden, ideell intresseförening för företag och personer som är aktiva inom den svenska riskkapitalbranschen. Föreningen har till uppgift att i olika sammanhang verka för en väl fungerande Private Equity-marknad i Sverige samt bland allmänheten sprida kunskap och utbildning samt främja entreprenörskap.

⁴¹ www.di.se 2005-05-03.

Altor Equity⁴²	EQT⁴³	Industri Kapital⁴⁴
<i>Bildat:</i> 2003	<i>Bildat:</i> 1994	<i>Bildat:</i> 1989
<i>Anställda:</i> 16	<i>Anställda:</i> 60	<i>Anställda:</i> 70
<i>Förvärv:</i> 5	<i>Förvärv:</i> 37	<i>Förvärv:</i> 50
<i>Portföljbolag:</i> 4	<i>Portföljbolag:</i> 20	<i>Portföljbolag:</i> 22
<i>Fonder:</i> 1	<i>Fonder:</i> 7	<i>Fonder:</i> 5
<i>Fondkapital:</i> €50M	<i>Fondkapital:</i> € 000M	<i>Fondkapital:</i> € 000M

Nordic Capital⁴⁵	Procuritas⁴⁶
<i>Bildat:</i> 1989	<i>Bildat:</i> 1986
<i>Anställda:</i> 24	<i>Anställda:</i> 20
<i>Förvärv:</i> 50	<i>Förvärv:</i> 20
<i>Portföljbolag:</i> 23	<i>Portföljbolag:</i> 9
<i>Fonder:</i> 1	<i>Fonder:</i> 3
<i>Fondkapital:</i> €1 500M	<i>Fondkapital:</i> €350M

3.5.2 Altor Equity⁴⁷

Altor Equity grundades 2003 och är därmed det yngsta av de företag som studerats. Företaget förvaltar en fond med kapital som uppgår till €50M. Altor har 16 medarbetare med god internationell erfarenhet av Private Equity-investeringar i medelstora målbolag. Dessa medarbetare besitter kunskap inom operationell förbättring, företagsutveckling och strategisk positionering. Företaget har ett starkt fokus på långsiktigt värdeskapande och strävar efter att ett målbolag ska ha den bästa möjliga strategiska marknadsposition och mycket stark kassaflöde vid avyttring, som vanligen sker efter omkring fem år.

Altor Equity anser sig vidare ha ett mycket välutvecklat industriellt nätverk inom vilket de har många potentiella styrelseordförande till målbolag. Altors och målbolagsledningens skapar gemensamt en företagsagenda, vilken är av stor vikt och fungerar som ett redskap när målbolaget utvecklas under företagets ägande.

⁴² www.altor.se 2005-04-15.

⁴³ www.eqt.se 2005-04-15.

⁴⁴ www.industrikapital.com 2005-04-15.

⁴⁵ www.nordiccapital.se 2005-04-15.

⁴⁶ www.procuritas.se 2005-04-15.

⁴⁷ www.altor.se 2005-04-15.

3.5.3 EQT⁴⁸

EQT är ett av de ledande Private Equity aktörerna i norra Europa. Företaget grundades 1994 av Investor AB som är nordens största industriella Holdingföretag. EQT har kontor i Stockholm, Köpenhamn, Frankfurt, Helsingfors och München. Företaget har för närvarande sju aktiva fonder med ett sammanlagt kapital på €6 MDR. Fem utav fonderna är inriktade på nordiska företag emedan de två återstående fonderna har ett bredare nordeuropeiskt perspektiv.

EQT investerar i första hand i medelstora marknadsledande företag med god tillväxtpotential. Företaget är idag aktiva ägare i 20 bolag. Tidshorisonten för ägandet är tre till åtta år och under denna period avser EQT ha positionerat bolaget så att det kan börsintroduceras eller säljas vidare. Företaget anses ha ett oslagbart industriellt nätverk med näringslivstoppar från ett mycket stort antal marknader och detta anser företaget skänker en stor legitimitet till den egna verksamheten.

3.5.4 Industri Kapital⁴⁹

Industri Kapital är ett europeiskt Private Equity-företag med nordiska rötter. Företaget har fyra aktiva fonder vilka förvaltar omkring €4 MDR. Företagets grundades 1989 i London och har sedan dess genomfört 50 företagsförvärv. Av dessa äger Industri Kapital i dagsläget 23 stycken. Företaget har, förutom huvudkontoret i London, kontor i Stockholm, Oslo och Hamburg.

Som ägare strävar företaget efter att arbeta nära portföljbolagets ledning för att få ut maximal kapacitet av förvärvade företag. Industri Kapitals investeringshorisont är mellan fyra till åtta år. Huvuddelen av Industri Kapitals förvärv har skett inom tillverknings- och servicesektorn. Företaget letar i första hand efter medelstora företag med god tillväxtpotential och positivt kassaflöde. Dessutom ser företaget gärna att ett potentiellt målbolag har en stark marknadsposition, men inte utvecklat sin fulla potential.

⁴⁸ www.eqt.se 2005-04-15.

⁴⁹ www.industrikapital.com 2005-04-15.

3.5.5 Nordic Capital⁵⁰

Sedan Nordic Capital grundades 1989 har företaget gjort drygt 50 förvärv av målbolag med en genomsnittlig årsomsättning på €200 M. Företagets investeringsfilosofi syftar till att, tillsammans med målbolagets ledning, etablera en gemensam agenda. Detta genomförs genom att målbolagsledningen uppmanas att även själva investera i målbolaget. Vidare upprättar Nordic Capital en företagsplan tillsammans med målbolagsledningen. Nordic Capital har sedan som ambition att genom aktivt ägande stödja ledningen med realiserandet av företagsplanen.

Företaget söker företrädevis efter målbolag i Skandinavien men i undantagsfall även i övriga Europa. Generellt sett har målbolaget en omsättning som överskrider 500 MSEK. Nordic Capital letar efter konkurrenskraftiga målbolag med tillväxtpotential. Dock har företaget inget emot turn-a-round-situationer, utan har med framgång genomfört ett flertal sådana affärer. Företaget har en speciell kompetens som rör sammanslagningar och tilläggsförvärv av målbolag. Eftersom företaget genom denna strategi anser sig kunna skapa värde, är målbolag med möjligheter till den typ av affärer något som Nordic Capital letar aktivt efter. Exit-ambitionen för Nordic Capital är efter tre till sju år, men sker denna genom IPO behåller företaget en del av aktierna för att utgöra en stark institutionell ägarbas.

3.5.6 Procuritas⁵¹

Procuritas grundades 1986 och har idag kontor i Stockholm och Köpenhamn. Företaget har 20 medarbetare, varav sex stycken är partners. Sedan starten har man genomfört ett tjugotal förvärv med en sammanlagt börsvärde på cirka 10 MDR SEK. Procuritas är en, i sammanhanget, liten aktör på den nordiska Private Equity-marknaden. Företaget är specialiserat på att initiera, strukturera och finansiera MBO:s.

Procuritas strävar efter aktivt ägande med fokus på värdeskapande i alla faser av förvärvet. Företaget var även det företag som blev först i Sverige med ett utköp från börsen när man 1988 förvärvade Gunnebo. Idag har Procuritas tre aktiva fonder som löpande gör investeringar. I första hand letar Procuritas efter målbolag med ett stark management, en

⁵⁰ www.nordiccapital.se 2005-04-15.

⁵¹ www.procuritas.se 2005-04-15.

omsättning över 400 MSEK och en stark produkt- eller marknadsposition. Vidare sökes främst målbolag med positiva och stabila kassaflöden även om turn-a-round- situationer kan utvärderas i undantagsfall. Procuritas policy är att endast göra förvärv med en tydlig avyttringspotential och strävar efter en exit efter tre till sju år efter förvärv.

4 Teori

Detta kapitel redogör för den teoribildning utifrån vilken vi har valt att granska Private Equity-företagens värderingsmetoder. Dessa metoder delas in i investeringsstrategi och värderingsanalys. Teoribildningen har framställts mot bakgrund av såväl vetenskapliga artiklar som litterära verk inom ämnena finansiering, företagsvärdering, strategi och redovisning.

4.1 Bakgrund

Enligt definitionen av Private Equity-företag i inledningskapitlet är det ett företag som investerar riskkapital, antingen i onoterade mogna målbolag eller noterade målbolag, som efter förvärvet blir onoterade. I konceptet ingår även tidsbegränsat ägande. Alla typer av investeringsobjekt attraherar alltså inte Private Equity-företag.

Denna begränsande faktor till trots återstår ett stort antal investeringsobjekt, varför ytterligare avgränsningar är nödvändiga. Private Equity-företagen ställer därför ett flertal krav på sina investeringsobjekt. Det första – benämnt investeringsstrategi – presenterar teorier kring de kvalitativa grunderna för bedömning av målbolag. Dessa teorier redogör bland annat för hur ett Private Equity-företag går tillväga för att identifiera och värdera potentiella investeringar. Den andra kategorin – benämnd värderingsanalys – har ett kvantitativt perspektiv och syftar till att presentera de existerande teoretiska värderingsmetoder.

Private Equity-företagen kan kategoriseras utifrån sina investeringsstrategier. Dessa kriterier utgör, enligt vår mening, utgångspunkten i analysen av företagens värderingsmetoder. För att lägga en grund för kommande kapitel med empiri och analys kommer vi i detta kapitel att redogöra för gemensamma drag hos Private Equity-företag.

4.2 Investeringsstrategi

4.2.1 Förvärvsinitiering

Private Equity-företagens investeringar beror på omfattningen av tillgängliga och lämpliga investeringsobjekt.⁵² Det finns få teorier kring hur Private Equity-företag finner intressanta målbolag.⁵³ Vi föreställer oss att det framförallt finns fem olika källor som kan tänkas initiera förvärv av intressanta målbolag.

Den första är Private Equity-företagens egna systematiska undersökningar av intressanta branscher och målbolag. Dessa företag, liksom de flesta andra investerare på aktiemarknaden, söker aktivt goda investeringsobjekt.

Den andra källan är investmentbanker, vars viktigaste uppgift på kapitalmarknaden är att initiera omstruktureringar och förvärv. Denna aktivitet kan antas vara en av investmentbankernas viktigaste inkomstkällor. Investmentbanken som upprättat förvärvsförslaget, blir med stor sannolikhet anlitad som rådgivare av köpsidan under förvärvsprocessen.

Den tredje utgörs av ledningen i själva målbolaget. Vid små eller medelstora förvärv är det i regel företagsledningen i målbolaget som initierat investeringen.⁵⁴ Den fjärde utgörs av Private Equity-företagens industriella nätverk. Dessa består främst av affärsmän, jurister och politiker.⁵⁵ Den femte och sista källan utgörs av aktieägare som är intresserade av att avyttra sina företag.

4.2.2 Interna och externa begränsningar

De medel som Private Equity-företagen har tillgång till genom sina fonder utgör en övre gräns för storleken på företagens investeringar.⁵⁶ Vi utgår från att fondernas storlek, i termer av medel som finns tillgängliga för investeringar, kan tänkas skilja sig mellan företagen beroende på deras individuella förmåga att attrahera kapital.

⁵² Wright & Robbie s 153.

⁵³ Steier & Greenwood s 343f med vidare hänvisningar.

⁵⁴ Nyman s 49.

⁵⁵ www.di.se, 2005-04-26

⁵⁶ Nyman s 43.

Private Equity-företagen är, som tidigare nämnts, inriktade på att investera i mogna målbolag. Denna typ av investeringar är generellt sett kapitalkrävande uppgår, då Private Equity-företagen i regel är intresserade av att förvärva majoritetsposter, till avsevärda belopp.⁵⁷ Vidare är det oftast svårt att motivera den tid, engagemang, resurser och transaktionskostnader, som läggs ner vid utvärdering av målbolaget om inte investeringen är av en viss storlek. Minimibeloppet för intressanta investeringar kan därför antas vara relativt högt.⁵⁸

Ovanstående kan sägas utgöra den yttre ramen inom vilken Private Equity-företagen måste hålla sig vid förvärv av målbolag. Givetvis är det osannolikt att Private Equity-företagen lyckas investera allt tillgängligt medel i ett enda målbolag. Vidare kan företagen tänkas vilja sprida de risker, som är förknippade med målbolagets verksamhet eller de värderingsmetoder som använts för att analysera målbolaget. Riskerna sprids genom att fondens medel investeras i ett flertal investeringsobjekt.⁵⁹

4.2.3 Branschanalys

En viktig investeringsstrategi berör affärsmiljön inom vilken målbolaget är verksamt.⁶⁰ Omgivningen är dock väldigt vidstäckt och måste därför begränsas så att endast de krafter och aktörer som är omedelbart relevanta för målbolagets verksamhet beaktas.⁶¹ Kunder, leverantörer och konkurrenter, i bred bemärkelse, utgör tillsammans målbolagets *bransch* och deras agerande är avgörande för branschstrukturen, vilken bestämmer den slutliga vinstpotentialen och risken i branschen (se fig 4.1).⁶²

⁵⁷ Nyman s 43 samt 48.

⁵⁸ Nyman s 43.

⁵⁹ Dixon s 341 samt Arnold s 247.

⁶⁰ Nyman s 41.

⁶¹ Till det strax följande, se Grant s 66.

⁶² Porter s 25f.

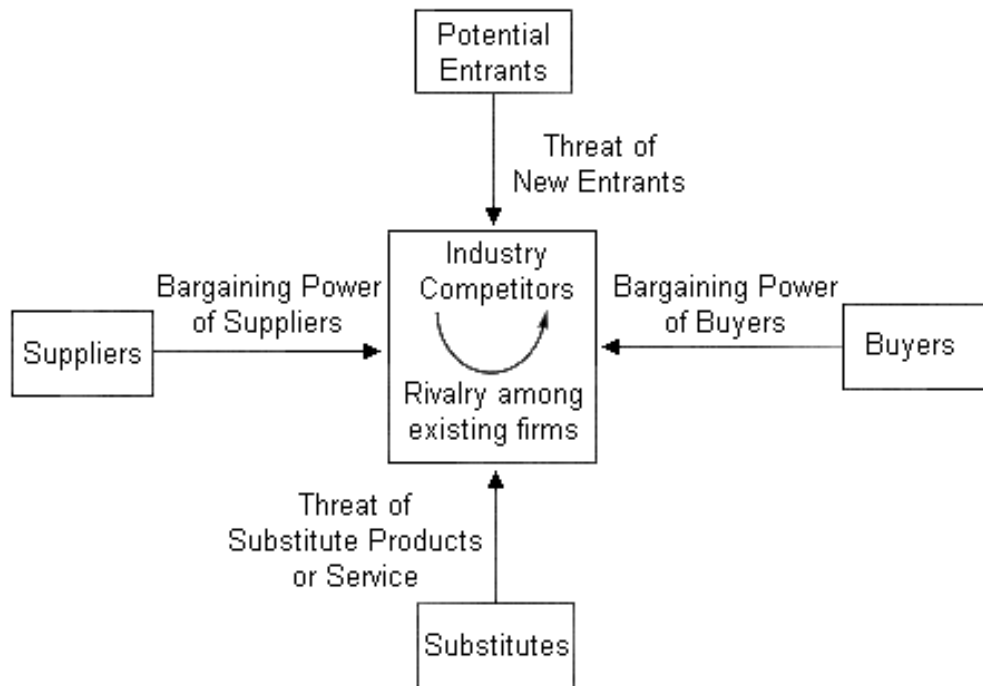


Fig 4.1 Porter's Five Forces

Private Equity-företagen är vinstdrivande bolag, som givetvis vill maximera avkastningen på sina investeringar.⁶³ Därför är vinstpotentialen och risken i olika branscher av stor vikt för dessa företag.⁶⁴ För att ett målbolag ska kunna skapa värde i form av avkastning på investerat kapital, måste det vara verksamt inom en bransch i vilken konkurrenskrafterna inte är så dominerande.⁶⁵

Den slutliga vinstpotentialen i en bransch har alltså sin grund i branschens underliggande ekonomiska struktur och styrkan av de krafter som verkar inom branschen. Detta medför att vissa branscher kännetecknas av högre slutlig vinstpotential än andra. Läkemedels- och tobaksbranschen utgör exempel på sådana branscher.⁶⁶ Papper och stål utgör däremot exempel på branscher som karakteriseras av en låg slutlig vinstpotential.⁶⁷

⁶³ Arnold s 4ff samt Grant s 38ff.

⁶⁴ Wright & Robbie s 165.

⁶⁵ Porter s 25.

⁶⁶ Exempelvis Grant s 68.

⁶⁷ Exempelvis Porter s 25.

Vidare varierar risken beroende på den bransch inom vilken Private Equity-företagen investerar. Informationsteknologi, media och telekommunikation kännetecknas av hög risk, eftersom det är osäkert om affärsidéerna håller.⁶⁸ Bygg- och skogsbranschen är vidare, på grund av den stora andel fasta kostnader som deras verksamhet kännetecknas av, känslig för konjunktursvängningar och anses därför som riskfyllda. Läkemedelbranschen är å andra sidan ett exempel på en bransch som är relativt okänslig för svängningar i konjunkturen.⁶⁹

De allra flesta Private Equity-företagen är inriktade på målbolag inom ett visst geografiskt område. På den svenska Private Equity-marknaden investerar företagen uteslutande, eller huvudsakligen, i storstadsregionerna i Sverige och övriga Norden.⁷⁰

Den bransch inom vilken målbolaget är verksamt utgör utgångspunkten för Private Equity-företagens strategiska analys vid förvärv av målbolag.⁷¹ En väl genomförd branschstruktur-analys kan emellertid endast uppskatta den *genomsnittliga* lönsamheten i branschen.⁷² Denna genomsnittliga lönsamhet säger i själva verket lite om ett visst målbolag, eftersom det även i hårt konkurrensutsatta branscher finns många exempel på lönsamma målbolag.⁷³

För att målbolaget ska vara värdeskapande krävs att det besitter resurser som är lämpliga för branschen.⁷⁴ Med andra ord måste dessa resurser vara värdefulla.⁷⁵ Det krävs vidare att resurserna är sällsynta bland målbolagets konkurrenter och därmed unika i branschen. Om så inte är fallet kan det som högst innebära att konkurrensparitet skapas i branschen.⁷⁶

De unika resurserna och förmågorna måste dessutom vara svåra att identifiera samt kostsamma att imitera.⁷⁷ I annat fall kommer de endast att ge en temporär konkurrensfördel för målbolaget. Slutligen måste målbolagets organisation vara beskaffad på så vis att bolaget kan utnyttja de fördelar som de unika resurserna medför (se fig 4.2).⁷⁸

⁶⁸ För intressanta forskningsresultat kring risken förknippat med teknologibolag, se Mason & Harrison s 327f.

⁶⁹ Nyman s 41.

⁷⁰ Isaksson *et al.* s 48 samt Nyman s 53.

⁷¹ Arnold s 699.

⁷² Arnold s 699 samt Barney s 75.

⁷³ För exempel på sådana företag, se Barney s 149f.

⁷⁴ Barney s 160ff samt Grant s 66f.

⁷⁵ Arnold s 699.

⁷⁶ Barney s 162f.

⁷⁷ Barney s 163ff.

⁷⁸ Barney s 171f.

Valuable?	Rare?	Costly to Imitate ?	Exploitable by the Organization?	Competitive implications	Economic performance	Strengths or Weaknesses
No	-	-	-	Competitive Disadvantage	Below normal	Weakness
Yes	No	-	-	Competitive Parity	Normal	Strength
Yes	Yes	No	-	Temporary competitive advantage	Above normal	Strength and distinctive competence
Yes	Yes	Yes	Yes	Sustained competitive advantage	Above normal	Strength and sustainable distinctive competence

Fig 4.2 Barneys VRIO-koncept

När målbolagets konkurrensfördelar har identifierats och definierats måste målbolaget vidare ha intagit en så framträdande strategisk position i branschen – det vill säga bedrivit en framgångsrik konkurrensstrategi – att den möjliggör ett nyttjande av den fulla potentialen av konkurrensfördelarna.⁷⁹

Det finns tre generella konkurrensstrategier: *kostnadsöverlägsenhet, differentiering och fokusering*. Dessa används för att på sikt skapa en hållbar ställning och överträffa konkurrenterna i branschen.⁸⁰

Nära sammanhängande med den slutliga vinstpotentialen och risken i en bransch är den utvecklingsfas inom vilken branschen befinner sig.⁸¹ Mot bakgrund av att vi avgränsat detta arbete till att omfatta Private Equity-företag, som investerar i mogna branscher saknas anledning att närmare undersöka vinstpotentialen och risken i de olika faserna. Det kan dock påpekas att målbolag i mogna branscher har passerat tillväxtfaserna och är därför mer stabila.⁸² Detta innebär att riskerna med målbolagets verksamhet är mindre samtidigt som målbolaget producerar positiva och jämna kassaflöden.⁸³

⁷⁹ Grant s 246f.

⁸⁰ Porter s 52ff.

⁸¹ I strävan att inte göra framställningen för detaljrik antar vi i detta avsnitt att målbolagets levnadsfas sammanfaller med den fas i vilken branschen befinner sig.

⁸² Wright & Robbie s 165 samt Nyman s 47.

⁸³ Ward s 45ff.

4.2.4 Management Buy-Out (MBO)

Oavsett vilken typ av investering det rör sig om är alltid ledningen i målbolaget inblandat, när Private Equity-företag genomför sina investeringar. Målbolagsledningens delägarskap är alltså en nödvändig förutsättning för Private Equity-företagens förvärv av målbolag.⁸⁴

Forskning har tydligt pekat på såväl öknings av den operationella vinsten, som minskningar i kapitalförbrukning efter en MBO.⁸⁵ Detta har sin grund i den så kallade Principal Agent-teorin, som i korthet, innebär att intressekonflikter mellan aktieägare och bolagsledning ger upphov till agentkostnader. Dessa agentkostnader förbrukar en del av målbolagets avkastning, vilket innebär att det blir mindre kvar till aktieägarna.⁸⁶ Det är alltså viktigt för Private Equity-företagen att förena bolagsledningens intresse med sitt eget, för att minimera agentkostnaderna och maximera avkastningen.⁸⁷

Detta uppnås genom att bolagsledningen får vara med och dela risk och förtjänst med förvärvet. Genom att ledningen investerar en stor del av sin privata förmögenhet i målbolagets aktier, genomförs en MBO.⁸⁸ På så sätt får ledningen efter förvärvet ett större intresse av att maximera målbolagets avkastning.⁸⁹

Private Equity-företagens ambition att förena ledningens intressen med sina egna, utgör dock endast en del av förklaringen till förekomsten av MBO. En annan uttalad anledning är att Private Equity-företagen oftast själva saknar den grundläggande kunskap, kompetens och intresse, som krävs för att delta i den operativa driften i ett målbolag. Det är därför av stor vikt att duktiga företagsledare stannar kvar i målbolaget även efter förvärvet.⁹⁰

Ledningen i potentiella målbolag är ofta initiativtagare till förvärven. Private Equity-företagens ägandeskap utgör ett ekonomiskt incitament för dessa att vidareutveckla och effektivisera målbolagets verksamhet.⁹¹

⁸⁴ Smith s 162 ff.

⁸⁵ Kaplan s 217f.

⁸⁶ Wright *et al.* s 239f.

⁸⁷ Van Osnabrugge s 107.

⁸⁸ Krieger s 2

⁸⁹ Kaplan s 250f.

⁹⁰ Private equity företag är finansiella företag, som per definition skiljer sig från industriella företag just för att det fokuserar framförallt på finansiella och strategiska frågor. Se Dixon s 342, Reid s 300 samt Jungwirth & Moog s 106.

⁹¹ Nyman s 49f.

4.2.5 Leveraged Buy-Out (LBO)

En LBO innebär att förvärvet är kraftigt lånefinansierat.⁹² Metoden är lika vanligt förekommande som en MBO. Anledningarna till skuldfinansieringen är flera. För det första bidrar en LBO till att effektivisera den operativa driften av målbolaget.⁹³ Detta har återigen, enligt forskare, sin grund i den ändring av bolagsledningens incitament som en LBO medför i och med den finansiella hävstången.⁹⁴ Den ökade andelen skuldkapital medför vidare en skattesköld i målbolaget, som skapar värde för Private Equity-företaget, genom att målbolagets skattekostnad på den operationella vinsten minskar.⁹⁵

I inledningen av uppsatsen nämndes, att Private Equity-företagen har som målsättning att avyttra sina investeringar inom en förutbestämd tidsperiod. Efter att ha genomfört en fundamentalanalys av målbolagets verksamhet för att fastställa den förväntade avkastningen, laborerar Private Equity-företaget med andelen skuldkapital. Detta skuldkapital används sedan till finansiering vid förvärvet, i syfte att maximera den förväntade avkastningen.⁹⁶

Förutom själva förvärvet av ett målbolag, måste dess fortsatta verksamhet och eventuella tilläggsförvärv finansieras. Därtill kommer även kostnader för anlitanade av investmentbanker, managementkonsulter och jurister finansieras. Ett förvärv är en kostsam process, som därför ofta inte kan finansieras av Private Equity-företaget och bolagsledningen själva.⁹⁷ Användandet av skuldfinansiering är därför en viktig metod för att koncentrera ägandet i ett målbolag till en begränsad krets utan att aktiekapitalet utgör den huvudsakliga finansieringskällan i de förvärvade bolagen. En hög skuldsättningsgrad innebär också, att bolagsledningen får en högre avkastning på sin investering och dessutom större inflytande i målbolaget. En stor andel skuldkapital innebär att Private Equity-företaget och bolagsledningen med en relativt liten andel eget kapital kan styra ett mycket kapitalintensivt målbolag samt få en högre avkastning på det investerade aktiekapitalet.⁹⁸

⁹² Krieger s 2 samt Nyman s 50. Se även Jelic *et al.* s 644.

⁹³ Palepu s 260.

⁹⁴ Lichtenberg & Siegel s 191ff samt Arnold s 830f.

⁹⁵ Kaplan & Stein s 243.

⁹⁶ Arnold s 820ff.

⁹⁷ Nyman s 62.

⁹⁸ Stewart s 11.

En annan anledning till att hög andel skuldfinansiering används, kan vara att Private Equity-företaget syftar till att använda sitt kapital till ett flertal förvärv. Orsaken kan som redan nämnts vara att Private Equity-företaget behöver diversifiera sin portfölj.⁹⁹

Konkursrisken kan antas öka med graden av skuldfinansiering vid en LBO. Finansiell risk måste dock balanseras mot fördelarna med den finansiella hävstången.¹⁰⁰ En stor andel materiella anläggningstillgångar i målbolaget samt en god finansiell ställning i såväl målbolaget som Private Equity-företaget borgar för att förvärvet tål en hög andel skuldkapital. En fortlöpande likviditetsanalys är därför viktig att genomföra.¹⁰¹

Skuldkapital är, jämfört med aktiekapital, enligt lag prioriterat vid konkurs.¹⁰² Skuldkapitalets avkastningar i form av räntebetalningar till långivaren gör att denne kan försätta företaget i konkurs i syfte utverka avtalade betalningar. Denna möjlighet finns inte för aktiekapitalet. Skuldkapital kan alltså sägas vara förknippat med lägre risk än aktiekapital.¹⁰³ Enligt relationen mellan risk och avkastning kommer därför tillhandahållare av skuldkapital alltid att erbjudas en förhållandevis låg riskpremie jämfört med den riskfria räntan. Denna omständighet innebär att kapitalkostnad förknippad med skuldkapital, även ur ett riskperspektiv, alltid kommer att vara lägre än kapitalkostnaden för aktiekapital.

Räntebetalningar på skuldkapital är, till skillnad från exempelvis utdelningar på aktiekapital, avdragsgilla enligt svensk skattelagstiftning. Detta ger upphov till en skattesköld, som innebär att ränteutbetalningar på lånat kapital leder till minskade skattebetalningar i bolagets verksamhet. Låga kapitalkostnader förknippade med skuldfinansiering blir ännu lägre tack vare behandlingen i skattelagstiftningen.¹⁰⁴

⁹⁹ Dixon s 341.

¹⁰⁰ Arnold s 822ff.

¹⁰¹ Thomasson s 257ff.

¹⁰² Till det följande, se Copeland *et al.* s 250.

¹⁰³ Till det följande, se Damodaran s 38.

¹⁰⁴ Stewart s 480f.

4.2.6 Exit

En nödvändig förutsättning för Private Equity-företagens förvärv är att det vid investeringstillfället finns en synbar möjlighet att avyttra målbolaget och realisera den vinst som uppstått.¹⁰⁵ Denna möjlighet ska emellertid inte överdrivas eftersom det under ägarperioden ofta inträffar en mängd olika oförutsägbara händelser, som kan radera planerna som gjorts vid investeringstillfället.¹⁰⁶ Trots detta visar forskning att Private Equity-företagen genom en utvecklad och förutseende exitstrategi, ökar sina möjligheter för att attrahera kapital.¹⁰⁷

Med anledning av fondernas begränsade livslängd söker Private Equity-företagen i regel avyttra innehavet inom 3-7 år från det att investeringen gjorts. I undantagsfall kan dock avyttring ske betydligt senare.¹⁰⁸

Det finns tre huvudsakliga avyttringsalternativ för Private Equity-företagen: *industriell försäljning*, *börsintroduktion* samt *finansiell försäljning*.¹⁰⁹ Den traditionellt vanligaste avyttringsmetoden har varit en försäljning av innehavet till en aktör inom samma eller liknande bransch som målbolaget. Motivet för den industriella köparen är oftast att komma åt vissa marknadsandelar, viss kunskap eller att kunna nyttja eventuella synergieffekter.¹¹⁰

Börsintroduktion har traditionellt utgjort den näst vanligaste avyttringsmetoden för Private Equity-företagen. Vid en börsnotering övergår målbolaget från att vara privatägt till att ägas av en bredare aktieägarkrets.¹¹¹ Exit för Private Equity-företaget sker antingen i direkt anslutning till börsnotering eller vid en senare tidpunkt. I allmänhet måste dock Private Equity-företag behålla en andel av målbolagets aktier under en övergångsperiod.¹¹²

¹⁰⁵ McKaskill *et al.* s 173f.

¹⁰⁶ Nyman s 67.

¹⁰⁷ McKaskill *et al.* s 177.

¹⁰⁸ Nyman s 67.

¹⁰⁹ Nyman s 68 talar av om industriell försäljning och börsnotering som huvudalternativen vid avyttring. Detta är förståeligt mot bakgrund av att finansiell försäljning vid tiden för bokens författande inte utgjorde en lika vanlig avyttringsmetod som idag.

¹¹⁰ Nyman s 69.

¹¹¹ För den senast publicerade undersökningen kring börsintroduktion av målbolag som varit ägda av Private Equity-företag, se Jelic *et al.* s 648ff.

¹¹² Nyman s 72.

Den tredje och på senare tid allt vanligare förekommande avyttringsmetoden är en finansiell försäljning, där innehavet avyttras till en annan finansiell aktör. Den finansiella aktören utgörs vanligen av ett annat Private Equity-företag.¹¹³

Den intäkt som ovannämnda alternativa avyttringsmetoder inbringar kan antas variera över tiden. Den uppgång som upplevdes på den svenska börsen under år 1999 och första halvan av år 2000 innebar exempelvis fantastiska möjligheter för Private Equity-företagen att avyttra sina innehav genom börsintroduktion. Under hösten år 2000 vände dock marknaden kraftigt nedåt och exit genom börsintroduktion blev, i jämförelse med andra avyttringsalternativ, plötsligt oattraktiv. Marknadsförutsättningarna är alltså i bred bemärkelse avgörande för det försäljningspris, som de olika avyttringsmetoderna medför vid en given tidpunkt.¹¹⁴

4.3 Värderingsanalys

4.3.1 Inledning

Vi har ovan redogjort för de teoretiska utgångspunkterna för Private Equity-företagens investeringsstrategier. Dessa strategier hjälper alltså Private Equity-företagen att identifiera intressanta målbolag som investeringsobjekt.

Investerings- och gallringsprocessen är nödvändig, men inte tillräcklig, när en investering ska genomföras. Dessa kvalitativa måttstockar måste nämligen på något sätt omvandlas till ett slutligt värde på målbolaget, som sedan jämförs med priset på målbolaget.¹¹⁵ Först därefter kan Private Equity-företaget avgöra huruvida ett förvärv bör genomföras. Där spelar de kvantitativa värderingsmetoder, som presenteras i detta avsnitt en avgörande roll.¹¹⁶

Värdet av ett målbolag bestäms av nuvärdet av alla förväntade framtida kassaflöden, som det kommer att generera.¹¹⁷ Generellt sett finns många ansatser till fastställandet av detta värde.¹¹⁸

¹¹³ Nyman s 76.

¹¹⁴ Nyman s 67.

¹¹⁵ Penman s 17.

¹¹⁶ Penman s 75f.

¹¹⁷ Se exempelvis Penman s 11, Copeland *et al.* s 62ff samt Arnold s 760.

¹¹⁸ Damodaran s 9.

Dessa varierar dock i förfiningsgrad. De flesta ansatserna har dock gemensamma drag och kan därför kategoriseras i olika grupper. Vid en lätt skrapning på ytan kan det konstateras, att forskarna inte är fullständigt överens om dessa grupperingar.¹¹⁹ Vi har trots detta valt att använda oss av en indelning, som består av huvudgrupperna *substansvärdering*, *avkastningsvärdering* samt *multiplvärdering*.¹²⁰

Det finns inget hinder för att använda ett flera av de värderingsmetoder, som redogörs i detta avsnitt i en mera omfattande värderingsprocess. Forskning visar att detta tillvägagångssätt är vanligt förekommande bland Private Equity-företag.¹²¹

4.3.2 Substansvärdering

Substansvärdering utgår från målbolagets balansräkning och går huvudsakligen ut på att bestämma värdet på företagets tillgångar och skulder. Syftet är att härigenom erhålla värdet på det kapital, som aktieägarna har investerat i målbolaget.¹²² Metoden har traditionellt används som ensam måttstock för att värdera ett målbolag.¹²³

För att få ett korrekt substansvärde måste de verkliga marknadsvärdena för tillgångarna respektive skulderna beräknas. Detta genomförs genom att de bokförda värdena *justeras* så att de motsvarar marknadsvärden.¹²⁴ Om målbolaget, såsom alltid är fallet när Private Equity-företag förvärvar, befinner sig i andra faser i livscykeln än likvidationsfasen utgör återanskaffningsvärdet en rättvis måttstock på tillgångarnas marknadsvärde. Återanskaffningsvärdet motsvarar det pris som skulle behöva erläggas för att anskaffa en likvärdig tillgång externt eller producera densamma internt.¹²⁵ Vidare framgår inte målbolagets samtliga tillgångar av dess balansräkning. Detta eftersom vissa typer av tillgångar – så som marknadsföring samt forskning och utveckling – inte erkänts som sådana av rådande redovisningsnormer. Vid substansvärdering måste dock dessa behandlas.¹²⁶

¹¹⁹ Arnold 760, Damodaran s 9 samt Nilsson *et al.* s 50 har exempelvis alla olika antal grupperingar.

¹²⁰ Wright & Robbie s 158 samt Penman s 66ff.

¹²¹ Wright & Robbie s 158.

¹²² Nilsson *et al.* s 45.

¹²³ Arnold s 757.

¹²⁴ Se exempelvis Thomasson s 265.

¹²⁵ Nilsson *et al.* s 301

¹²⁶ Penman s 47f, samt s 73.

4.3.3 Avkastningsvärdering

Genom avkastningsvärdering nuvärdeberäknas målbolagets framtida avkastningar, med en lämplig diskonteringsränta.¹²⁷ Vad som utgör relevanta avkastningar varierar beroende på vilken modell som används. Såväl kassaflöden som bokförda värden i resultaträkningen kan användas.¹²⁸

Betalningsflöden som avkastningsmått har flera klara fördelar i jämförelse med användandet av bokförda värden.¹²⁹ Anledningen till detta är att betalningsflöden snarare än bokförda värden som nettovinst, påverkar aktieägarnas verkliga köpkraft.¹³⁰

Den huvudsakliga metoden för uppskattande av målbolagets kassaflöden utgår från en lämplig post i resultaträkningen, exempelvis EBIT. Metoden justerar för avskrivningar, investeringar samt förändringar i rörelsetillgångar och rörelseskulder.¹³¹

För att nuvärdet på målbolagets framtida avkastning ska kunna beräknas, behöver den potentiella förvärvaren även fastställa en lämplig diskonteringsränta. Denna utgör ett mått på alternativkostnaden på det kapital, som målbolaget använder i syfte att generera avkastningar.¹³² Den genomsnittliga kapitalkostnaden, WACC, består av vikten av varje typ av målbolagets finansieringskälla i relation till dess alternativkostnad.¹³³ Därmed tas även hänsyn till eventuella skattefördelar med skuldfinansiering.

Avkastningsmetoden påbörjas vanligtvis med en uppskattning av relevanta kassaflöden för en tid framöver. Normalt brukar denna tid uppgå till tio år, varefter en residual uppskattas. Hela uppställningen diskonteras därefter med hjälp av lämplig ränta till nuvärde av målbolagets värde.¹³⁴

En modifiering av avkastningsvärdering utgör IRR. Denna visar avkastningen som Private Equity-företaget kan vänta sig om nettonuvärdet av alla framtida avkastningar är lika med

¹²⁷ Damodaran s 10.

¹²⁸ Arnold s 760ff.

¹²⁹ Thomasson s 274.

¹³⁰ Copeland *et al.* s 73ff.

¹³¹ Copeland *et al.* s 167ff.

¹³² Copeland *et al.* s 201.

¹³³ Arnold s 734 samt Copeland *et al.* s 202.

¹³⁴ Penman s 89f.

noll.¹³⁵ Forskning på området har visat att IRR utgör en av de huvudsakliga värderingsmetoderna för Private Equity-företag.¹³⁶ Härvid nämns en förväntad IRR på ungefär 30 % per år för att investeringen ska vara intressant.¹³⁷

4.3.4 Multipelvärdering

Multipelvärdering bygger på jämförande värdering, där värdet på en tillgång bestäms utifrån priset på jämförbara tillgångar.¹³⁸ Denna typ av värdering kan bygga på olika variabler, såsom intäkter, kassaflöde, bokfört värde och försäljning.¹³⁹

Det är givetvis fundamentalt att vid jämförande värdering använda information och variabler från liknande företag. Detta kan exempelvis ske genom att det förvärvande företaget använder information och variabler från ett företag i målbolagets bransch, som antingen till storlek eller ålder påminner om målbolaget. Då varje företag är unikt kommer multipelvärdering dock alltid att lida av brister. Marginaler, position på marknaden och kapitalstruktur kan exempelvis förväntas variera även för liknande företag i samma bransch. Givetvis bör syftet vara att finna företag, som på så många olika sätt som möjligt påminner om målbolaget. Detta kan dock av förklarliga skäl inte alltid ske, varför användningen av multipelvärdering lämpar sig främst vid situationer där information om jämförbara företag finns tillgängliga.¹⁴⁰

Vidare lider de flesta multipelvärderingsmetoderna av att de ofta bygger på bokförda värden.¹⁴¹ Dessa värden, som berördes vid avkastningsvärdering, bygger på juridiska, snarare än ekonomiska, överväganden. De kan därför inte antas vara tillfredställande, när värdet av ett målbolag för en potentiell förvärvare beräknas.¹⁴² Problemet kan emellertid undvikas genom att det förvärvande företaget använder sig av multiplar, som bygger på kassaflöde. Härvid brukar exempelvis summan av marknadsvärdena på målbolagets aktiekapital och målbolagets

¹³⁵ Arnold s 66.

¹³⁶ Dixon s 339f samt Wright & Robbie s 156.

¹³⁷ Wright & Robbie s 162 samt Dixon s 341. Det ska dock anmärkas att denna information gäller för venture capital företag i allmänhet. I beräkningen ingår därför även riskkapitalföretag som investerar i tidigare faser än Private Equity-företag och som därför kräver högre avkastning. PE företagens avkastningskrav kan med andra ord antas vara något lägre.

¹³⁸ Damodaran s 15.

¹³⁹ Wright & Robbie s 158f.

¹⁴⁰ Penman s 68.

¹⁴¹ Penman s 66.

¹⁴² Penman s 50.

nettoskuld (EV)¹⁴³ sätts i relation till rörelseresultatet (EBITA) eller rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA).¹⁴⁴

¹⁴³ Penman s 11.

¹⁴⁴ Wright & Robbie s 158 samt Copeland *et al.* s 167ff

5 Empiri

I följande avsnitt beskrivs förhållandena på den svenska Private Equity-marknaden. Avsnittet bygger på företagsintervjuer. Samtliga företagsspecifika hänvisningar är hämtade från de kvalitativa intervjuer, som genomförts med företagen och klassificeras som primärdata.

5.1 Investeringsstrategi

5.1.1 Förvärvsinitiering

Initiering av förvärv kan variera något. EQT hävdar, att investmentbanker ligger bakom många investeringsförslag. De upprättar prospekt, som sedan skickas till olika intressenter på bland annat Private Equity-marknaden. Industri Kapital menar istället, att de har många egengenererade förvärv. Alltså anser Industri Kapital att deras förvärv mer sällan initieras av investmentbanker, eftersom företaget på egen hand gör omvärldsanalyser som syftar till att ge företaget ett övertag gentemot konkurrenterna.

Procuritas hävdar, att en klar majoritet av alla potentiella förvärv initieras av investmentbanker. Altor Equity anser att investmentbankerna står för nästan samtliga. EQT är av liknande uppfattning, men verkar också få många fler förvärvsförslag från sitt starka industriella nätverk. Såväl Procuritas som EQT poängterar att fler aktörer, i form av potentiella förvärvare, blir inblandade när förvärvet initieras av investmentbanker. Detta driver sedermera upp priserna. Enligt Procuritas blir investmentbanker ofta involverade på säljsidan även i de fall, där företaget självt agerar proaktivt och kontaktar målbolaget. Anledningen är att det handlar om stora investeringar och en viktig affär för målbolagets aktieägare.

5.1.3 Interna och externa begränsningar

Procuritas berättar att en Private Equity-fond liknar en vanlig värdepappersfond, men är öppen endast för inbjudna investerare. Dessa är vanligtvis institutionella investerare såsom pensionsfonder, banker och försäkringsbolag. Dessutom investerar Private Equity-bolaget själva i fonden.

Uppsatsens företagspresentation visar att det är stora skillnader i kapitalmängd mellan de studerade företagens fonder och de letar således målbolag av olika storleksordning. Samtliga Private Equity-företag har påpekat att fondens storlek utgör den yttre begränsningen vid företagsförvärv. Dessutom, menar Procuritas, investeras fondens kapital i flera olika målbolag. Detta beror dock inte, enligt samtliga Private Equity-företagen, på att någon aktiv diversifieringsstrategi från deras sida.

Då vissa av fonderna är väldigt stora är det, enligt EQT, ett omfattande och resurskrävande arbete att samla in tillräckligt med kapital. Exempelvis är det vanligt att upprätta ett skriftligt dokument, med information om fonden, som skickas ut till potentiella investerare. Enligt Procuritas är förvärvsprocessen dessutom tidsödande och kapitalkrävande, vilket medför att riktigt små målbolag ter sig ointressanta.

Procuritas, EQT och Industri Kapital strävar generellt sett efter majoritetsägande. En anledning till detta är att företagen vill kunna genomdriva strategiska och operativa förändringar i målbolaget. EQT investerar endast i målbolag i vilka företaget kan agera som aktiv ägare med inflytande över strategiska och andra övergripande beslut. Procuritas kan dock i undantagssituationer tänka sig att investera i en minoritetspost om övriga delägare har en samsyn på målbolagets utveckling och således delar ambitionen om att värdemaximering under ägarperioden.

5.1.4 Branschanalys

De flesta Private Equity-företagen är intresserade av lönsamma målbolag i alla branscher, med undantag av ”oetiska” såsom exempelvis tobaksbolag. Vidare undviker företagen branscher som präglas av politiska risker eller målbolag, som är för beroende av vissa råvaror, exempelvis olja.

Procuritas avstår vanligtvis från investeringar i fastighetsbranschen och i teknologikänsliga bolag. EQT säger sig investera i alla attraktiva branscher men är heller inte intresserade av fastighetsbranschen. Anledningen härtill är att företagen anser sig sakna expertis inom dessa områden. De påpekar dock, att det hela tiden rör sig om en avvägning och att undantag görs.

Industri Kapital letar, i första hand, efter företag inom service och lätt industri, men även konsument- och detaljhandel, eftersom det i dessa branscher finns målbolag med förutsägbara kassaflöden. Dock kan såväl Industri Kapital som Altor Equity tänka sig att förvärva olönsamma målbolag, som av någon anledning ännu inte nått full potential. Detta kräver dock normalt sett, att företagen klart kan identifiera orsaken till målbolagets problem samt med säkerhet kan komma att åtgärda detsamma. Altor Equity letar efter potentiella förvärvsobjekt, exempelvis en division av en stor koncern som vill renodla sin verksamhet. Företaget menar att dessa divisioner i förhållande till sin potential ofta kan köpas relativt billigt, eftersom de är oprioriterade i koncernen.

Procuritas, Altor Equity och Nordic Capital är uteslutande eller huvudsakligen är intresserade av nordiska målbolag eller målbolag, som har sin huvudsakliga verksamhet inom Norden. Industri Kapital letar målbolag över stora delar av Europa, medan EQT främst investerar i nordiska samt tyska målbolag.

I regel investerar varken Procuritas eller EQT i målbolag, som går med förlust och träder alltså vanligen inte in som ägare vid så kallade turn-a-round situationer. Anledningen är att en turn-a-round enligt Procuritas kräver speciell kompetens och innebär att företaget självt måste bli aktivt i målbolagets ledning. Företaget anser sig sakna den kompetens och grundläggande kunskap, som krävs för att finna detta alternativ intressant. EQT menar att målbolag i turn-a-round-situationer inte kan skuldfinansieras på samma sätt som målbolag med stabila kassaflöden och att den förväntade avkastningen på målbolaget aktiekapital då blir lägre.

Såväl Industri Kapital som Altor Equity kan även tänka sig att investera i olönsamma målbolag, turn-a-rounds. Det krävs dock att målbolaget har en klar potential att tillfredsställa det höga avkastningskrav som Private Equity-företagen ställer. Vidare krävs att orsaken till diskrepansen mellan initial lönsamhet och potentiell lönsamhet är klart definierad. Dessutom bör Private Equity-företaget anse sig besitta nödvändig kompetens för att snabbt kunna åtgärda olönsamheten. Antingen måste Private Equity-företaget kunna identifiera möjligheter

för omsättningstillväxt eller förbättring av marginaler genom exempelvis kostnads-effektivisering. Att arbeta med kassaflödesstrategi är helt nytt för många målbolag och det finns således en stor möjlighet att spara pengar på detta sätt.

Målbolagets strategi är enligt Procuritas inte avgörande så länge det är lönsamt och framgångsrikt. Huruvida målbolaget ägnar sig åt differentierings- eller lågkostnadsstrategi spelar således ingen avgörande roll så länge det lämpar sig för branschen ifråga och målbolaget är framgångsrikt. För Procuritas är istället bolagets marknadsposition och interna förmåga viktigast.

EQT hävdar sammanfattningsvis att företaget vill förvärva bra målbolag, som kan göras bättre och effektivare. Företaget vill agera som en katalysator för att målbolaget efter förvärvet ska bli effektivare och därmed mer framgångsrikt. Industri Kapital arbetar mycket med tilläggsförvärv för att effektivisera det förvärvade målbolagets verksamhet och förstärka dess ställning inom sin bransch.

5.1.5 Management Buy-Out (MBO)

Karakteristiskt för alla Private Equity-företag är att de intresserar sig för målbolag med en kompetent och erfaren ledning. Bolagsledningen spelar en central roll i målbolagets verksamhet och är oftast en bidragande orsak till målbolagets finansiella ställning. Därför är det, enligt Procuritas, både viktigt att behålla en kunnig bolagsledning och att erbjuda något som ger den incitament som utmanar deras operationella kapacitet.

En viktig beståndsdel för att skapa incitament är att ledningen blir delägare i målbolaget. Anledningen är att ledningen har bättre kännedom om, och en väldig stark kontroll över, bolagets verksamhet. Tanken är, enligt Altor Equity, att i så stor utsträckning som möjligt förena bolagsledningens och aktieägarnas intresse. Dessa innebär att inom tidsramen för Private Equity-företagens innehav maximera avkastningen på det egna kapitalet. Detta uppfylls, enligt flera Private Equity-företag, genom krav på att målbolagsledningen investerar en stor del av sin privatekonomi i målbolagets aktier.

EQT påpekar, att företaget inte är intresserat av att agera som operativa chefer i målbolagen. Anledningen till detta är att ett sådant tillvägagångssätt, med tanke på den kompetens som

krävs, avsevärt skulle minska företagets förvärvsmöjligheter. Istället intar EQT hellre en stöttande roll. I egenskap av aktiva ägare strävar inte EQT efter att fjärrstyra ledningen i operativa frågor. De förväntas nämligen arbeta i sann entreprenöriell anda.

Procuritas poängterar, att de inte avfärdar intressanta målbolag enbart för att dessa inte har en stark ledning. Tack vare sina starka nätverk har Procuritas och EQT tillgång till spetskompetens inom en mängd olika områden, för användning i målbolag. Procuritas tar hjälp från headhunting- och andra konsultbolag för att i mån av behov anlita expertis i förvärvade målbolag. I många fall krävs endast att någon eller några ur bolagsledningen ersätts för att få en önskvärd ledning i målbolaget. Enligt Altor Equity är de inte ovanligt att en ny ekonomichef tillsätts och alla Private Equity-företag tillsätter minst en ny styrelsemedlem efter förvärv. Eftersom både Procuritas och EQT främst söker investera i framgångsrika företag med stabila kassaflöden och god ställning på marknaden, förekommer mer omfattande förändringar på ledningsnivå mera sällan.

Altor Equity och Industri Kapital menar, att de mot bakgrund av intresset i turn-a-rounds, inte har något emot att ersätta befintlig företagsledning, antingen omedelbart eller senare under ägarperioden. Altor Equity menar dock att de vanligtvis behåller den befintliga ledningen, men kompletterar densamma med kompetenser som de finner nödvändigt för målbolagets förmåga att generera maximal avkastning.

5.1.6 Leveraged Buy-Out (LBO)

Karakteristiskt för alla Private Equity-företags förvärv av målbolag är den höga graden av externfinansiering, det vill säga lånat kapital. Företagen eftersträvar att öka belåningsgraden vid förvärv i syfte att öka avkastningen på aktiekapitalet, som investerats i bolaget. Anledningen är att skuldkapital är billigare än aktiekapital. Vanligtvis genomförs förvärv med en skuldsättningsgrad på mellan 60-80 %.

Goda bankrelationer är enligt både Procuritas och EQT viktigt för att kunna hålla en hög skuldsättningsgrad vid företagsförvärv. EQT har inga unika relationer med någon specifik bank utan menar att företagets trovärdighet innebär, att de kan arbeta med en rad olika banker.

Private Equity-företagens prestation utvärderas efter avkastningen på investerat kapital. Givet värdet på målbolaget blir avkastningen högre ju mindre aktiekapital, som företagen har investerat vid förvärvet. Dock betonar Procuritas att skuldsättningsgraden inte får äventyra målbolagets överlevnad eller hämma dess tillväxtpotential. Istället söker företaget en optimal grad av externfinansiering, i relation till målbolagets position på marknaden och stabiliteten i dess kassaflöden. Det är därför viktigt att nettoskuldsättningen i målbolaget under hela ägarperioden är hanterbar. Här spelar återigen målbolagets positiva och stabila kassaflöden en oerhörd viktig roll, enligt såväl Procuritas som EQT. Dessutom innebär den höga belåningsgraden enligt Industri Kapital att företagen kan diversifiera kapitalet i fonderna, samtidigt som de innehar kontrollen i målbolagen. Detta är tillfredsställande, inte minst ur ett riskperspektiv, eftersom värdering enligt Procuritas och EQT:s mening inte är någon exakt vetenskap.

Att målbolaget har stabila kassaflöden är, enligt Industri Kapital, en viktig förutsättning för en hög belåningsgrad. Detta eftersom skuldfinansiering innebär en kontraktuell förpliktelse. Detta är en viktig bidragande orsak till varför Industri Kapital inte förvärvar målbolag, som befinner sig i finansiella svårigheter.

Även efter förvärvets genomförande eftersträvar Procuritas att skapa kontinuerligt värde, genom att optimera målbolagets finansiella struktur. Det vanligaste sättet är refinansieringar, vilket innebär att företaget belånar målbolagets tillgångar och kassaflöden under ägarperioden.

Procuritas och EQT arbetar aktivt med målbolagens finansiella struktur. EQT menar att företagets värdering av målbolag har sin grund i en LBO-modell. Procuritas säger sig arbeta med skuldsidan av balansräkningen även under ägarperioden. En fördel med detta agerande är den flexibilitet som erbjuds. Företaget kan å ena sidan vid behov skjuta till mer aktiekapital för att undvika att målbolaget, till följd av en eventuell för hög skuldsättningsgrad, hamnar i finansiella svårigheter. Å andra sidan kan företaget genom refinansiering öka skuldsättningsgraden i målbolaget. Detta innebär givetvis att Procuritas kan ändra finansieringsstrategi under ägarperioden och hålla en önskvärd risknivå i målbolaget.

5.1.7 Exit

Enligt Procuritas och EQT måste ett intressant målbolag ha en reell möjlighet att uppfylla det uppställda avkastningskravet på ca 20 % per år inom ägarperioden. Detta avkastningskrav är enligt EQT, i dagsläget, förhållandevis lågt eftersom Private Equity-företagen har mycket pengar för närvarande. Procuritas betonar att avkastningen oftast kan realiseras enbart genom en försäljning av målbolaget i slutet av ägarperioden. Därför förvärvas alltså målbolag, där det finns tydliga avkastnings- och avyttringsmöjlighet.

Private Equity-företagen avyttrar sina innehav inom tio år från förvärvet. En viktig aspekt i strategin om att maximera avkastningen på innehavet är vem som kan tänkas betala mest för målbolaget vid avyttringstillfället. Företagen är överens om att målbolaget grovt sett kan säljas antingen, till börsen, till en industriell aktör eller till en finansiell aktör. Avgörande är således vilken aktör som betalar mest.

På dagens marknad är börsen, enligt Procuritas och EQT, inte speciellt attraktiv, eftersom marknaden värderar nyintroduktioner relativt lågt. EQT berättar exempelvis, att försäljningen av Dometic¹⁴⁵ till en finansiell aktör, istället för till börsen, inbringade ytterligare 2 miljarder SEK. Inför börsintroduktionen hade EQT fastslagit ett intervall på 190-220 kronor per aktie. När intresse inte fanns, ens för att betala 190 kronor, blåstes börsintroduktionen av. I stället såldes Dometic ett halvår senare för 270 kronor per aktie. Procuritas anger att en annan anledning till att börsen inte ett bra alternativ för dem är att några av deras målbolag, sett till marknadsvärdet, helt enkelt är för små för att attrahera börsen, givet dagens börsklimat.

Procuritas och Industri Kapital säljer oftast till industriella aktörer. Detta menar Procuritas passar väl in i deras affärsmodell, eftersom denna går ut på att under innehavet driva målbolaget som en industriell aktör och genomföra effektivisering av verksamheten och avyttring av värdeförstörande affärsområden. Procuritas hävdar även att företaget fäster vikt vid hos vilken ägare målbolaget passar bäst vid en avyttring, och agerar därefter.

Industri Kapital påpekar att företagets huvuduppgift är, att maximera avkastningen för aktieägarna och kommer därför att avyttra målbolagen till den förvärvare, som är beredd att

¹⁴⁵ www.dometic.se 2005-05-20 Dometic tillverkar bland annat specialkylskåp och luftkonditioneringar till båtar och husbilar och är världsledande inom sitt område.

betala mest. Företaget poängterar, att börsen generellt betalar mest för tillväxtföretag, men att en försäljning till börsen i övrigt inte är särskild attraktiv.

EQT menar att de flesta avyttringarna sker till finansiella aktörer, då dessa för närvarande betalar mer. Detta beror främst på den låga räntan och starka lånemarknaden, som driver upp priserna, samtidigt som avkastningskravet av samma anledning är lågt. Såväl Procuritas som EQT påpekar dock att, försäljning till finansiella och industriella aktörer inte är något självändamål i sig utan att företagen snart tror sig kunna avyttra stora delar av sina innehav även till börsen.

Altor Equity håller samma linje som Industri Kapital då företaget klargör, att börsen i sig inte är något självändamål, utan endast ett av flera alternativ för avyttring av ett innehav. Företaget menar dock, att det kan vara bra att driva målbolaget med sikte på en börsintroduktion under ägarperioden. Anledningen till detta är att målbolaget på ett bättre sätt förbereds på att agera som en självständig enhet, jämfört med om företaget skulle drivas med sikte på försäljning till en industriell aktör. Företaget betonar vidare, att det vidtar åtgärder för att utveckla målbolaget under ägarperioden så att avkastningen på innehavet maximeras oavsett till vem målbolaget slutligen avyttras.

Nordic Capital anser, att möjligheten till en börsintroduktion är ett viktigt kriterium för att de ska vara intresserade av ett förvärv. Företaget medger dock, att trenden för börsintroduktioner har varit vikande under de senaste åren men menar att detta alternativ fortfarande utgör förstahands alternativet.

5.2 Värderingsanalys

5.2.1 Substansvärdevärdering

Varken Procuritas, EQT eller Industri Kapital använder sig av substansvärdering. Detta eftersom företagen fokuserar på den operativa delen av målbolagets verksamhet. EQT och Procuritas hävdar, att substansvärdering endast arbetar med bokförda värden vilket gör att metoden inte är intressant då företaget är intresserade av reella värden.

Industri Kapital hänvisar till att det i servicebolag, som är en typ av målbolag som företaget är intresserad av, inte finns några större tillgångar som driver substansvärderingen, varför värderingsmetoden ger liten eller ingen ledning.

Altor Equity påpekar, att företaget använder substansvärdering när företaget vid ett förvärv erhåller tillgångar som inte bedöms passa in i målbolagets verksamhet och som därför behöver avyttras. Nordic Capital använder substansvärdering, i komplexa fall, där värdering är svår genomförd, på grund av att verksamheten på något sätt är unik.

5.2.2 Avkastningsvärdering

Vad gäller avkastningsvärdering, konstaterar Procuritas, att dessa värderingsmetoder är teoretiskt helt korrekta. Företaget påpekar dock, att det är svårt att uppskatta de värden som denna värderingsmetod kräver och att även små skillnader i dessa värden ger stort utslag på resultatet. Mot bakgrund av detta fokuserar Procuritas inte på avkastningsvärdering som värderingsmetod vid förvärv.

Även Altor Equity påpekar att avkastningsvärdering är för teoretisk. Företaget menar, att metoden används men snarare för att undersöka huruvida målbolaget kommer att kunna klara av betalningar av räntor och amorteringar samt bekosta eventuella tilläggsförvärv, än som en värderingsparameter.

EQT menar, att avkastningsvärdering används som komplement till andra värderingsmetoder. Företaget kritiserar metoden för dess implicita antagande att vinsterna går stigande uppåt och menar att många målbolag istället har cykliska vinstmönster över tid. Vidare hävdar EQT att avkastningsmetoder tenderar att överskatta värdet på målbolaget. Därför används denna metod ofta som kontroll för att försäkra sig om, att företaget inte överbetalar för målbolaget. EQT använder avkastningsmetoden som en varningsklocka. Om företaget vid användandet av andra värderingsmetoder kommer nära det, av avkastningsmetoden förespråkade värdet, antyder det att företaget kan ha värderat målbolaget för högt.

Utdelning är, enligt Procuritas, att föredra då överskott av kapital i målbolaget kan bli föremål för effektiv allokering någon annanstans. Dessutom kan bättre underbyggda investeringar framtingas, om inget likviditetsöverskott finnes. Långivarna brukar dock, enligt Procuritas,

genom kontraktuella bestämmelser, hindra målbolaget från att dela ut sina vinster, vilket utgör ett problem för användandet av IRR-metoden. Förbudet mot utdelningar innebär, enligt Procuritas, även att lånekostnaden minskar samt att det under ägarperioden blir lättare att genomföra refinansiering i målbolaget.

Avkastningen på förvärvet är alltså, enligt Procuritas, EQT och Altor Capital beroende av framförallt tre variabler: tidsrymden mellan förvärvs- och avyttringstillfället, EV/EBITA-multipeln vid förvärvet samt desamma vid avyttringstillfället. Företagen genomför sedan en känslighetsanalys för att fastslå en felmarginal.

5.2.3 Multipelvärdering

Samtliga Private Equity-företag fokuserar mycket av värderingsprocessen kring multipelvärdering på exit. Företagen använder dock inte multiplar, som bygger på renodlade bokförda värden. Istället koncentrerar de sig på EV/EBITA-multipeln. Anledningen till att EBITDA-multipeln inte används är, enligt företagen, att det är ett implicit antagande att de årliga investeringarna i målbolaget motsvarar avskrivningarna.

Procuritas och Industri Kapital uttrycker, att de ofta vänder sig till en investmentbank om de behöver hitta multiplar från andra liknande bolag på marknaden. Med detta menar företagen dock inte, att det alltid är enkelt att finna jämförbara bolag.

Multipelvärderingen är Private Equity-företagens grundläggande och viktigaste värderingsmetod. Företagen fastställer EV/EBITA-multipeln vid förvärvet och uppskattar densamma vid en framtida avyttring. EQT menar, att multipeln vid avyttring är högst lika stor som vid förvärvet. Enligt företaget är det en överskattning att anta att multipeln vid avyttring kommer att vara högre än den varit vid förvärvet.

Uppskattningen tar, enligt Procuritas avstamp, i marknadsläget vid förvärvet och avgörs bland annat av målbolagets position i livscykeln, vinsttillväxten under ägandeperioden samt marknadsläget vid avyttringstillfället. Eftersom vinsttillväxten är den variabel över vilken Procuritas och EQT anser sig ha mest kontroll och kunskap, är det naturligt att de försöker uppskatta multipeln vid avyttringstillfället, främst mot bakgrund av denna förväntade vinstmaximering.

När den framtida multipeln är fastslagen, återstår det att uppskatta EBITA vid avyttringstillfället för att kunna få fram avyttringspriset. Eftersom EBITA, enligt såväl Procuritas som EQT, beror på den operationella verksamheten är rationaliseringar och övriga förbättringar i denna verksamhet avgörande för EBITA vid avyttringstillfället. Härvid spelar en förbättring av de olika marginalmåten ett avgörande roll. Procuritas anser sig kunna addera värde just genom att effektivisera den operativa verksamheten i målbolaget men arbetar även med omsättningstillväxt. EQT och Nordic Capital betonar, att det är enklast att förbättra marginalerna i målbolaget genom att öka omsättningstillväxten. Ovanstående genomförs inte minst med hjälp av den expertis som exempelvis Procuritas och EQT har tillgång till genom sina respektive nätverk.

När EV/EBITA-multipeln och EBIT vid avyttringstillfället väl har uppskattats kan investeringavkastningen fastställas genom beräkning av IRR. Givetvis måste dock målbolagets uppskattade marknadsvärde vid avyttringstillfället, enligt Procuritas och EQT, minskas med nettoskuld-sättningen. Detta för att värdet på aktiekapitalet, vilket behövs för beräkning av avkastningen, ska kunna fastställas.

Detta medför, enligt Procuritas, också att den multipel som man betalar på spelar mindre roll, så länge företaget är förvissat om att det kommer att lyckas med värdeskapandet. Företaget poängterar dock, att företagsvärdering inte är någon exakt vetenskap och att dess förtjänster är helt beroende av riktigheten i de antaganden, som ligger till grund för värderingen. Procuritas påpekar även, att företaget är konservativt vid uppskattningar av målbolaget tänkbara avyttringspris.

6 Analys

I detta kapitel avser vi att analysera våra empiriska iakttagelser med avsikt på den teoretiska referensramen. Analysen syftar även till att leda fram till våra slutsatser.

6.1 Investeringsstrategi

6.1.1 Förvärvsinitiering

Under undersökningen har en tydlig bild av investmentbanker som förvärvsinitiatörer framträtt. De står bakom åtminstone hälften av alla förvärv som initieras. Ett problem med detta är att många icke värdeskapande förslag kan antas presenteras. Investmentbankerna har ett ekonomiskt incitament att få igenom så många förslag till förvärv som möjligt. Detta innebär i praktiken att investmentbankerna kan tänkas upprätta förslag även i de fall där målbolagen egentligen inte är särskilt attraktiva.

Private Equity-företagen undersöker och utvärderar dock investmentbankernas förslag på ett grundligt sätt, varför ovanstående problem inte borde drabba dem. Detta är något som bekräftats av de företag vi intervjuat. Tilläggas kan dock att det är tidsödande för Private Equity-företag att utreda ett stort antal ointressanta prospekt. Vidare kan marknadskrafterna också antas reglera problemet, eftersom en investmentbank som ofta upprättar dåliga förslag kommer att förlora i anseende på marknaden. Slutligen bygger det nämnda problemet på en antagande om oetiskt beteende hos investmentbankerna, något som inte stöds av vår undersökning.

Private Equity-företagens nätverk är, som vi tidigare redogjort för, en annan källa som presenterar förvärvsförslag. Under intervjuerna har det dock framkommit att dessa förslag i jämförelse med investmentbankernas oftast inte är särskild väl underbyggda och därför oftare förkastas. I de fall Private Equity-företagen väl kommer vidare med förslag som kommit från nätverket tenderar dock dessa att ge ett ordentligt försprång gentemot konkurrenterna. Detta eftersom företaget sannolikt har en god ingång tack vare kontakten i nätverket.

Private Equity-företagen själva agerar, enligt vad som framkommit under intervjuerna, inte som initiativtagare till många förvärv. De har helt enkelt inte den kapacitet eller den kunskap som krävs för att fokusera på detta led i förvärvskedjan. Ett undantag är Industri Kapital, som uttryckte att många av deras förvärv har sin upprinnelse i internt generade idéer och förslag. Industri Kapital har fler anställda i förhållande till fondernas kapitalstorlek, jämfört med de andra företagen i samma storlekskategori, som vi undersökt. Detta har sannolikt att göra med deras uttalade strategi om egengenererade förvärv.

Inget av Private Equity-företagen nämnde något om att förvärv brukar initieras av målbolagens ledning. Detta kan, enligt vår mening, bero på att de företag som varit förmål för vår undersökning investerar i relativt stora målbolag, medan förvärvsinitiering av bolagsledning brukar förekomma i mindre målbolag.¹⁴⁶

6.1.2 Interna och externa begränsningar

Som framgår av tidigare kapitel skiljer sig storleken på Private Equity-företagens fonder väsentligen åt. Företagen har således olika stort utrymme för investering i målbolag. Detta medför även att företagen letar efter målbolag i olika storleksordning.

En annan aspekt som inverkar på storleken och antalet investeringar, är det faktum att Private Equity-företagen framför allt söker förvärva en majoritetspost i målbolaget. Detta beror på att Private Equity-företagen vill kunna styra målbolagets verksamhet utan inskränkningar. Det bör dock nämnas att innehavet av en majoritetspost inte verkar vara någon absolut förutsättning för förvärv. Procuritas kan exempelvis tänka sig att inneha en minoritetspost om övriga delägare delar företagets mål och ambition med målbolaget.

¹⁴⁶ Nyman s 49.

Under intervjuerna har inget Private Equity-företag uttryckligen talat om diversifiering av fondkapitalet. Istället har de menat att det är naturligt att alla tillgängliga medel inte kan investeras i ett enda målbolag, utan måste spridas över flera investeringsobjekt.

Företagen tar alltså ogärna termen diversifiering i sin mun. Detta kan ha sin grund i att företagen vill framstå som säkra på sina investeringar. Diversifiering innebär, enligt vår mening, per definition att företaget försäkras sig mot eventuella misstag med enstaka investeringar. Dock kan vi konstatera att diversifiering trots allt förekommer i stor utsträckning, eftersom ett Private Equity-företag helt enkelt inte kan finna ett tillräckligt stort målbolag i vilket de kan investera allt sitt fondkapital. Således existerar en automatisk diversifiering i Private Equity-företagens verksamhet.

6.1.3 Branschanalys

Private Equity-företag är generellt sett intresserade av de flesta branscher. Dock riktar sig vissa Private Equity-företagen mot några specifika branscher. Samtliga Private Equity-företag har dock gemensamt att de vill undvika politiskt riskfyllda branscher. Vidare undviks ”oetiska” branscher, som tobaksbranschen som annars är känd för att vara lukrativ. Detta kan, enligt vår mening, inte ha sin grund i att tobaksbranschen är oattraktiv ur lönsamhetssynpunkt. Snarare är det rädsla för att få badwill. Genom att inte investera i dessa bolag hoppas Private Equity-företagen kunna attrahera mer kapital till sina fonder och dessutom framstå som en seriös ägare för andra potentiella målbolag och börsaktörer.

EQT säger sig undvika branscher, som är beroende av politiska beslut. Den närmare innebörden av detta framkom inte under intervjun. Vi anser dock inte att det generellt går att fastslå att sådana branscher är mer riskfyllda än andra. Målbolag inom dessa branscher åtnjuter tack vare den politiska inblandningen ofta en monopolställning. I många är det väldigt attraktivt att förvärva ett målbolag i dessa branscher, eftersom riskerna för att få in nya aktörer är små.¹⁴⁷

Bland de undersökta Private Equity-företagen är Industri Kapital det enda, som uttryckligen säger sig föredra vissa branscher. Karaktäristiskt för de prioriterade branscherna är förutsägbara kassaflöden.

¹⁴⁷ Grant s 76 samt Porter s 34.

Vår uppfattning är därför, att Private Equity-företagen är mer intresserade av att förvärva ett målbolag med en stark position i sin bransch än att förvärva vilket målbolag som helst i en bransch med hög genomsnittlig lönsamhetspotential.

Under intervjuerna har ingen preferens angående kostnadsöverlägsenhet, differentiering eller fokusering, uttalats av Private Equity-företagen. Enligt vår uppfattning, indikerar detta att målbolagets konkurrensstrategi inte är avgörande. Private Equity-företagen synes istället mena att målbolagets lönsamhet och stabiliteten i kassaflöden – som är avgörande för investeringen – indikerar huruvida målbolaget har tillämpat rätt konkurrensstrategi eller inte. Det bör också tilläggas att Private Equity-företagen genom att inte föredra någon viss konkurrensstrategi signalerar att de besitter nödvändiga kunskaper för att kunna bemästra samtliga strategier.

Alla Private Equity-företagen uttrycker tydligt att de helst förvärvar målbolag i en mogen bransch. Detta utgör en nödvändig förutsättning för att Private Equity-företagen ska kunna finansiera köpet med en stor andel skuldkapital.

6.1.5 Management Buy-Out (MBO)

Private Equity-företagen har genomgående betonat att målbolagsledningens investering i målbolaget är en nödvändig förutsättning för förvärv. Noterbart är att det inte alltid är målbolagets hela ursprungliga ledning som blir delägare. I fall där en, eller flera personer i bolagsledningen byts ut efter förvärvet inträder alltså den nya ledningen som aktieägare.

En fördel med att ledningen investerar en betydande del av sin förmögenhet i målbolaget är att agentkostnaderna minskar. När ledningen investerar i målbolaget förenas deras intressen i större utsträckning med Private Equity-företagets. Eftersom ledningen är sannolikt opportunistisk, och numer är delägare, kommer de att handla i eget intresse och ändå skapa värde. Därmed minskar risken för att ledningen ägnar sig åt suboptimering av verksamheten.

En negativ aspekt med tillsättandet av en ny ledning är att den ursprungliga ledningen är betydligt mer förtrogen med målbolagets verksamhet. Väljer Private Equity-företaget att ersätta för många i ledningen, innebär det en övergångsperiod innan den nya ledningen är

tillräckligt förtrogen med verksamheten. Detta är inte eftersträvansvärt med tanke på den korta investeringshorisonten. Kostnaderna för denna övergångsperiod måste därmed jämföras med de positiva aspekter dessa personer tros tillföra företaget.

Vid urval av potentiella målbolag kan Private Equity-företagen således dela förvärvsföretag i två grupper, beroende på ledningens investeringsvilja. Krav på att bolagsledningen investerar en betydande del av sitt eget kapital i målbolaget är karakteristiskt för alla Private Equity-företag i vår studie. Ur respondentsvaren går att utläsa att detta är en mycket viktig del i företagets förvärvsstrategi. Därmed kan slutsatsen dras att metoden anses vara värdeskapande. Detta utgör enligt vår mening ett starkt indicium att ägarstyrda målbolag är mer lönsamma än målbolag där en uppdelning mellan ägande och kontroll förekommer.

Delägarskapet utgör ett incitament för ledningen, inte enbart för att stanna, utan även att utveckla målbolagets verksamhet. Detta incitament förstärks ytterligare av den finansiella hävstång, i form av skuldsättning, som används vid Private Equity-företagens förvärv av målbolag.

Viktigt att betänka är dock att agentkostnaderna endast kan antas sjunka i de fall där ledningens aktieinnehav efter förvärvet är större än före detsamma. Alltså kan dessa kostnader snarare öka än minska om Private Equity-företagen förvärvar ett företag där bolagsledningen innan förvärvet ägt hela eller en stor del av företaget.

6.1.6 LBO

Under intervjuerna har samtliga Private Equity-företag poängterat att en LBO är en central del vid ett förvärv. Detta främst för att skuldkapital innebär lägre kapitalkostnader än eget kapital. Dessutom är kapitalkostnaden för skuldkapital förutsägbar, tack vare sin kontraraktuella natur, och utgör således en fast kostnad för det förvärvande företaget. Eftersom eget kapital är det som återstår när skulderna subtraherats från tillgångssidans netto, utgör skuldfinansiering en finansiell hävstång för bolagets aktieägare.¹⁴⁸

En annan tänkbar anledning till varför en hög andel skuldfinansiering används, är att Private Equity-företaget ämnar utnyttja sitt kapital till fler förvärv. Det innebär således att investeringen i varje enskilt målbolag blir mindre. Användandet av skuldfinansiering är ett sätt att koncentrera ägandet, utan att det egna kapitalet utgör den huvudsakliga finansieringskällan, i det förvärvade målbolaget.

Vid en LBO antas konkursrisken avskräcka från en alltför stor andel skuldfinansiering. En positiv faktor hos ett målbolag är stora materiella anläggningstillgångar. För att kunna hantera den stora andelen skuldfinansiering, krävs nämligen att den finansiella ställningen är god i både målbolaget och förvärvsföretaget. Det är dock orimligt att anta att Private Equity-företagen enbart investerar i företag med en stor andel materiella anläggningstillgångar. Industri Kapital är exempelvis främst intresserade av serviceföretag.

Detta medför, på grund av det höga avkastningskravet samt den höga andelen skuldfinansiering, att företagen måste ha sitt fokus på mogna företag med god finansiell ställning och goda tillväxtpotentialer.¹⁴⁹ Viktigt med den höga skuldsättningen är även att ledningen tvingas fokusera på kassaflödet, vilket är oerhört centralt för Private Equity-företagen. Dessa slutsatser stämmer även fullständigt överens med vår beskrivning av Private Equity-företagens roll på kapitalmarknaden.

¹⁴⁸ Arnold s 757f samt 831.

¹⁴⁹ Ward s 47f.

6.1.7 Exit

Av de Private Equity-företag vi har studerat, har samtliga haft en tidsbegränsad investeringshorisont. Detta har sin grund i legala restriktioner som innebär att företagens fonder måste likvideras senast tio år efter dess upprättande. Vidare har företagen uppmärksammat oss på det höga avkastningskrav de ställer på sina målbolag. Kombinationen av dessa faktorer medför att målbolaget måste ha goda utsikter att uppfylla det höga avkastningskravet inom ett par år för att förvärvet ska vara lönsamt. Detta innebär även att det redan vid förvärvstillfället måste finnas en klar tänkbar avyttringsmöjlighet inom den förutbestämda tidsperioden.

Under ägarperioden är det oerhört sällsynt att målbolaget delar ut medel till ägarna. Anledning till detta är den höga belåningsgrad som används vid förvärv. Långivarna vill undvika att bolagets medel försvinner till aktieägarna. Det både sänker kostnaden för skuldkapital och innebär att möjligheter till en refinansiering ökar under ägarperioden. Detta är positivt för Private Equity-företagen.

Under intervjuerna har Private Equity-företagen genomgående uttryckt att börsintroduktion av målbolag i dagsläget är ett oattraktivt alternativ eftersom marknaden värderar nyintroduktioner relativt lågt. Industri Kapital och Altor Equity ser maximering av avkastningen på fondernas kapital som sin huvuduppgift och menar att börsintroduktion inte är ett självändamål i sig. Istället föredras en försäljning till en industriell eller annan finansiell aktör då dessa tenderar att betala mer.

Valet av avyttringsmetod kan, enligt vår mening, till största delen antas bero på det försäljningspris som de olika alternativen medför. Detta beror på att Private Equity-företagen kan antas sträva efter att maximera avkastningen på sina investeringar i syfte att kunna attrahera mer kapital till sina fonder i framtiden. Den andra faktorn som, enligt vår åsikt, eventuellt kan spela en roll i sammanhanget är köparens avsikter med förvärvet. Om en industriell köpare exempelvis vill stycka målbolaget efter Private Equity-företagets exit kan det tänkas att Private Equity-företaget inte avyttrar målbolaget till just den köparen. Att inte sälja till högstbjudande kan framstå som märkligt. Dock rör det sig om att försöka skaffa ett gott renommé och framstå som önskvärda ägare för andra potentiella målbolag. Således

baseras valet av avyttringsmetod dels på en finansiell faktor, dels på en strävan efter att ge företaget ett gott anseende.

Intressant är att analysera orsakerna till det ökade antalet finansiella försäljningar. Vår uppfattning är att den låga marknadsräntan på senare tid utgör en åtminstone delvis förklaring till denna utveckling, eftersom den innebär att kostnaden för skuldkapital minskar. Detta är gynnsamt för Private Equity-företagen, eftersom dessa aktörer, som vi sett, i stor utsträckning använder sig av skuldkapital vid förvärv av målbolag. Forskning visar även ett starkt samband mellan tillgängligt skuldkapital och Private Equity-företagens värdering av målbolag.¹⁵⁰

6.2 Värderingsanalys

6.2.1 Substansvärdering

Private Equity-företagen är överlag negativt inställda till användningen av substansvärdering. Förvisso menar Altor Equity och Nordic Capital att de använder substansvärdering under vissa förutsättningar, men detta utgör ett undantag från vad som framkommit i vår undersökning. Orsaken till denna inställning är att substansvärdering inte anses lämplig för värdering av målbolag med stabila kassaflöden.

Vidare betraktas substansvärdering inte lämpa sig för alla typer av branscher. Industri Kapital har exempelvis ingen användning av metoden när det kommer till att värdera serviceföretag. Dessa företag karakteriseras av att humankapital, snarare än bokförda tillgångar, utgör framgångskonceptet. Vi anser dock att humankapital är en tillgång oavsett dess redovisningsmässiga definition och att det därför bör värderas på sedvanligt sätt. Trots detta blir alltså substansvärdering tydligen av mindre betydelse vid värdering av målbolag i servicebranschen samt andra branscher som kännetecknas av förhållandevis få tillgångar i sina balansräkningar.

Intressant att notera är dock att Private Equity-företagen inte använder substansvärdering ens vid värdering av målbolag med betydande materiella tillgångar. Anledningen härtill, menar EQT, är att företaget vid substansvärdering tvingas arbeta med bokförda värden på

¹⁵⁰ Gompers & Lerner s 315.

tillgångarna, vilka ligger långt ifrån deras marknadsvärden. Därför blir värderingsmetoden ointressant.

Denna argumentation är delvis riktig, men långtifrån övertygande. Substansvärdering utgår från målbolagets balansräkning där de angivna värdena på tillgångar och skulder utgör utgångspunkten för denna värderingsmetod. Detta innebär dock inte att substansvärdering endast arbetar med bokförda värden, utan endast att den har sin *utgångspunkt* i dessa värden.¹⁵¹ EQT uttrycker att en diskrepans uppstår mellan bokförda och verkliga värden. De bokförda värdena speglar snarare juridiska än ekonomiska uppskattningar på tillgångarnas värde. Att inte marknadsjustera de bokförda värdena utgör skillnaden mellan EQTs praktiska användning och teorin bakom substansvärdering.

Vi anser det, med anledning av ovanstående, vara felaktigt att hävda att substansvärdering alltid leder till ett verklighetsfrämmande resultat vid företagsvärdering. Liksom andra värderingsmetoder har substansvärdering sina förtjänster. Dessa framkommer tydligast vid värdering av målbolag för vilka tillämpning av avkastningsmetoder är otillfredsställande, exempelvis vid värdering av komplexa målbolag.¹⁵²

Substansvärdering utgår vanligtvis från målbolagets förmögenhetsställning vid utgången av det senaste verksamhetsåret.¹⁵³ Således behöver inga direkta eller större projektioner och prognoser om företags framtid vidtas, eftersom alla tillgångar och skulder existerar vid värderingstillfället. Metoden kan därför sägas vara mindre riskfylld än andra värderingsmetoder som diskuteras i detta avsnitt.¹⁵⁴

Vi inser dock svårigheterna förknippade med substansvärdering. Det finns exempelvis inga generella regler att tillämpa när de bokförda tillgångarnas värden justeras i syfte att erhålla marknadsvärden. Detta beror på att diskrepansen mellan bokförda och verkliga värden varierar beroende på tillgångsslag. Medan de bokförda värdena på kassa och bank, kortfristiga placeringar samt fordringar i stort sett kan antas motsvara tillgångarnas marknadsvärde, måste de bokförda värdena på framförallt materiella anläggningstillgångar ofta justeras kraftigt för att marknadsvärdet ska kunna fastställas.

¹⁵¹ Penman s 73.

¹⁵² Arnold s 759f.

¹⁵³ Thomasson s 256.

¹⁵⁴ Penman s 47f.

Att värdera varje tillgång för sig, är att bortse ifrån de synergieffekter som en mix av tillgångar kan skapa.¹⁵⁵ Definitionen av positiv synergi är att värdet av det hela är högre än summan av delarna.¹⁵⁶ Detta mervärde tar sig exempelvis uttryck i att målbolagets avkastning överstiger dess kapitalkostnad.¹⁵⁷ Av denna anledning brukar företagens marknadsvärde vida överstiga deras substansvärde.¹⁵⁸ Forskning visar även att substansvärdering, av denna anledning, är den värderingsmetod som används i minst utsträckning av Private Equity-företagen.¹⁵⁹ Vi kan efter genomförda studier bekräfta giltigheten av denna slutsats.

6.2.2 Avkastningsvärdering

Inte heller avkastningsvärdering är en värderingsmetod som i större utsträckning används av Private Equity-företagen. Detta trots att företagen verkar vara överens om att denna värderingsmetod är den, teoretiskt sett, mest korrekta. De flesta av företagen använder avkastningsmetoden som ett komplement till, eller kontroll av, de värden som framkommit genom andra värderingsmetoder. Orsaken till att företagen inte fokuserar på avkastningsvärdering kan sammanfattas med att de data som metoden kräver är svåra att mäta och uppskatta.

Värdet av ett företag utgörs förvisso av nuvärdet av företagets framtida kassaflöden.¹⁶⁰ Denna definition av företagets värde stämmer överens med avkastningsmetoden, vilket borde innebära att denna metod utgör det mest korrekta sättet att värdera olika målbolag.

Problemet är dock att avkastningsmetoden trots sina teoretiska fördelar lider av allvarliga praktiska brister. Exempelvis är det svårt att förutspå målbolagets framtida kassaflöden och diskonteringsränta. Det finns nämligen ingen tillförlitlig metod för att ta reda på hur tillgången till kapital, konjunkturen, konkurrensen, teknologin, efterfrågan på målbolagets produkter och en rad andra faktorer kommer att se. Denna osäkerhet kan dessutom antas öka ju längre placeringshorisont Private Equity-företagen arbetar med.

¹⁵⁵ Penman s 74 samt Nilsson *et al.* s 302f.

¹⁵⁶ Copeland *et al.* s 121.

¹⁵⁷ Penman s 141.

¹⁵⁸ Arnold s 757.

¹⁵⁹ Lockett *et al.* s 244 samt Wright & Robbie s 158f.

¹⁶⁰ Copeland *et al.* s 62ff.

Ett annat närliggande problem med avkastningsvärdering är att flera variabler måste bestämmas samtidigt. Trots att en variabel kan uppskattas på ett tillförlitligt sätt, kan denna förvanskas, när den sammanfogas med andra osäkra variabler. Detta kan resultera i ett felaktigt resultat.¹⁶¹ Investerare brukar försöka motverka detta genom användandet av känslighetsanalyser i kalkyleringen.¹⁶² Private Equity-företagen kan exempelvis variera vinstmarginal, kapitalkostnad och tillväxttakt för att fastställa en marginal för feluppskattningar. Detta är dock, enligt vår mening, inte tillfredställande eftersom även små ändringar i någon av variablerna kan leda till stora skillnader i utfallet. Visserligen kan en väl utförd känslighetsanalys belysa svårigheterna med nuvärdesberäkningen, men att peka ut problemet är, som bekant, inte detsamma som att lösa det.

Private Equity-företagen har överlag uttryckt att de använder IRR vid sin värderingsanalys av intressanta målbolag. Genom fastställandet av IRR kan företagen uppskatta den förväntade avkastningen på investeringarna och därigenom undersöka huruvida avkastningskravet på ca 20 % kommer att uppfyllas eller inte. IRR lider dock, per definition, av samma tillkortakommanden som nuvärdesmetoden.¹⁶³ Små variationer ger stora utslag på utfallet.

IRR är förknippat med ytterligare två problem.¹⁶⁴ Det första berör så kallade multipel-lösningar som kan uppkomma om kassaflödena under uppskattningsperioden är stundom positiva, stundom negativa. Detta kan emellertid inte utgöra något problem för Private Equity-företagen, eftersom dessa ju ofta avser att investera i målbolag med positiva och stabila kassaflöden.

Det andra problemet berör rangordning mellan olika och ömsesidigt uteslutande investeringsobjekt. I vissa fall kan nämligen IRR och avkastningsberäkning komma fram till olika rangordningar vid bedömning av samma investeringsobjekt. Vi anser dock inte heller detta utgöra någon fara för Private Equity-företagens användning av IRR. För det första använder sig de flesta Private Equity-företag, som ovan nämnts, inte sig av avkastningsvärdering vid analys av målbolag. Dessutom har vi, efter intervjuerna med Private Equity-företagen, förstått att ömsesidigt uteslutande investeringar är ovanliga.

¹⁶¹ Penman s 47.

¹⁶² Arnold s 154.

¹⁶³ Anledningen till detta är att formlerna är varandras inverser.

¹⁶⁴ Till det följande, se Arnold s 74ff.

Sammanfattningsvis kan avkastningsvärdering sägas vara den i teorin mest korrekta värderingsmetoden. I praktiken måste dock nuvärdeformelns diverse osäkra variabler uppskattas, vilket innebär att avkastningsvärderingens praktiska värde måste ifrågasättas.

6.2.3 Multipelvärdering

Under intervjuerna har det tydligt framkommit att multipelvärdering är den värderingsmetod som används i första hand av Private Equity-företagen. Mot bakgrund av problemen med bokförda värden från målbolagets resultaträkning, använder företagen genomgående EV/EBITA- eller EV/EBITDA-multiplar vid multipelvärdering. Noterbart är också att företagen själva hävdar att tillvägagångssättet – det vill säga användandet av multipelvärdering – är representativt för hela branschen.

Ett första problem med multipelvärdering är svårigheten med att finna jämförbara bolag. Vissa av företagen menar att detta inte utgör något större problem och tror sig kunna hitta lämpliga referensföretag på egen hand. Andra anlitar en investmentbank i syfte att få fram en korrekt multipel. Vår uppfattning är att problemet inte bör underskattas. Precisionen vid multipelvärdering är helt beroende på den information och de variabler som finns att tillgå från liknande bolag.

Ett annat problem med multipelvärdering är, enligt vår mening, det faktum att den i själva verket utgör en förenkling av avkastningsmetoden. Detta beror på att prisvariabeln i multipelvärdering egentligen har fastställts genom användning av en avkastningsmetod.¹⁶⁵ Således kan multipelvärdering antas lida av samma tillkortakommanden som avkastningsvärdering. Mot bakgrund av att avkastningsvärdering kritiseras av Private Equity-företagen är det kanske anmärkningsvärt att multipelvärdering, vars huvudkomponent bygger på avkastningsmetoden, används i så stor utsträckning.

Private Equity-företagen använder multipelvärdering som sin huvudsakliga värderingsmetod. De använder den för att försöka uppskatta utvecklingen flera år framöver. Därmed måste tillväxtvariabel och framtida kapitalkostnad, målbolagets vinst samt utdelningsandel av vinsten fastställas för ett flertal år framöver. Detta för att fastställa en EV/EBITA- eller

¹⁶⁵ Penman s 46.

EV/EBITDA- multipel.¹⁶⁶ Dessutom måste själva EBITA- eller EBITDA- faktorn uppskattas flera år framöver för att avyttringspriset ska kunna fastställas. Vad gäller reliabilitet lider multipelvärdering av samma brister som avkastningsvärdering.

Användning av multiplar som bygger på kassaflöden löser givetvis inte alla problem. Förutom svårigheterna att finna likvärdiga börsnoterade bolag, ger lagar och rekommendationer på revisionsområdet bolagsledningarna ett relativt fritt utrymme att formulera innehållet i sin årsredovisning. Det innebär att den information som tillhandahålls inte alltid kan anses ge en korrekt bild av företagets ekonomiska ställning och framtidsutsikter.

Med detta som utgångspunkt kan man fastslå att multipelvärdering inte är någon bekymmerfri värderingsmetod. Metoden bör förslagsvis endast användas om övriga värderingsmetoder av någon anledning inte kan antas ge ett korrekt resultat. Exempel på en sådan situation är en vid en börsintroduktion, då företaget måste sätta ett rimligt pris på sina aktier.¹⁶⁷

¹⁶⁶ Arnold s 773.

¹⁶⁷ Penman s 67f.

7 Slutsatser

Vi kommer i detta kapitel att sammanställa våra slutsatser utifrån empiri och analys. Vi kommer även att besvara de frågeställningar som presenterades i problemdiskussionen och knyta an till vårt syfte.

De investeringsstrategier som Private Equity-företagen använder har visat sig vara relativt flexibla. Då värdering av målbolag är en tidsödande process är det viktigt att utesluta ointressanta målbolag på ett relativt tidigt stadium. Detta sker då på grundval av tämligen övergripande kriterier. Dock har det visat sig att det ofta finns möjligheter att bortse från, samt åtgärda, vissa tillkortakommanden hos potentiella målbolag. En svag ledning kan exempelvis bytas ut och en del Private Equity-företag, som har inriktning på stabila målbolag kan tänka sig att investera i turn-a-round-situationer. I fall priset är det rätta och orsakerna till målbolagets olönsamhet är klart identifierbara, vill säga. Dessutom bör Private Equity-företaget anse sig besitta nödvändig kompetens för att åtgärda målbolagets problem.

Private Equity-fondernas livslängd är normalt sett begränsade till tio år. Private Equity-företaget avyttrar därför i allmänhet målbolaget efter tre till sju år från förvärvstillfället. Under ägarperioden kan målbolaget mot bakgrund av borgenärernas intressen oftast inte dela ut vinstmedel till Private Equity-företaget. Istället intjänas all avkastning vid avyttringen. Private Equity-företagets intresse tar sig alltså av naturliga skäl uttryck i att köpa ett målbolag som kan avyttras till ett högre pris. Således måste såväl investeringsstrategierna som värderingsanalysen vara direkt sammankopplade med avyttringsmöjligheterna.

Ovanstående innebär, enligt vår mening, att målbolagets värde i sig inte alltid är avgörande för beslutet om förvärv. Vad som istället är intressant är till vilket pris Private Equity-företagen tror sig kunna avyttra det förvärvade bolaget, i slutet av investeringshorisonten. Det pris som företagen är villiga att betala för målbolagen vid uppköp är därmed i dessa fall baserat på försäljningspriset, snarare än dagens värde på målbolaget.

Vi konstaterar därför att exitstrategin är avgörande för Private Equity-företagens investeringsbeslut samt att avyttringspriset är avgörande för förvärvspriset. Som vi redogjort för i inledningskapitlet pågår för närvarande en livlig debatt om Private Equity-företagen och deras verksamhet. Företagen har anklagats för att vara pyramidspelare som bara omfördelar kapital och inte skapar någon samhällsnytta.

Substansen i anklagelserna mot Private Equity-företagen, kan endast konstateras i efterhand. Vi anser oss därför inte kunna ta ställning till den kritik som riktats mot dessa aktörer. Vad vi istället anser oss kunna konstatera är att den multipel eller det pris som erlaggs vid ett förvärv oftast synes vara oväsentlig för Private Equity-företagen. I vart fall så länge målbolaget kan avyttras till ett högre pris vid exit. I detta ligger givetvis att känna till investeringsobjektet och dess omgivning, samt att ha en affärsplan för hur målbolagets verksamhet ska utvecklas och effektiviseras. Detta eftersom resultatförbättringarna ligger till grund för vinsten som sedan används för att beräkna försäljningspriset. Kan målbolaget inte effektiviseras i tillräcklig utsträckning, kommer Private Equity-företaget att ha betalat ett överpris vid förvärvet och sannolikt misslyckas med att uppnå det önskvärda avkastningskravet. Något som i sin tur kan minska företagets möjligheter till att attrahera kapital i framtiden.

Det förhåller sig naturligtvis så att alla Private Equity-företag inte kommer ur denna investeringskarusell som vinnare. Säkerligen kommer det att finnas ett antal aktörer som köpt dyra målbolag utan att besitta tillräcklig kompetens för att kunna genomföra de industriella förbättringar som krävs. Dessa företag kommer att stå som förlorare när räntan vänder uppåt och det inte längre, i samma utsträckning som idag, finns tillgång till kapital som är lättillgängligt och förenat med en låg kapitalkostnad. Det är under dessa omständigheter som den eventuella ”bubblan” kan komma att spricka.

Under skrivandet av denna uppsats har vi funnit att de teorier, som för närvarande beskriver företagsvärdering är applicerbara på Private Equity-företagen. Dock fokuserar teorierna på själva modellerna och deras riktighet, medan det i praktiken läggs betydligt större fokus på de avgörande variablerna och deras inbördes interaktion. Matematiskt korrekta modeller ger, baserade på vissa antaganden, korrekta svar. Det praktiska värdet av detta är dock litet, eftersom Private Equity-företagen inte kan göra exakta antaganden. Vid användandet av avkastningsvärdering är det exempelvis svårt att förutspå målbolagets framtida kassaflöden och diskonteringsränta. Något som kan leda till betydande felmarginaler.

Vi anser att det är uppseendeväckande att multipelvärdering är den dominerande värderingsmetoden hos de Private Equity-företag som vi studerat. Vi ser dock detta som en konsekvens av den, relativt sett, korta investeringshorisont som Private Equity-företagen har. Endast historiska värden antas ha en tillräckligt hög reliabilitet, medan framtida värden är förknippade med betydligt större osäkerhet.

Å andra sidan står det helt klart att framtida värden är mer relevanta vid uppskattningen av det framtida avyttringspriset. Eftersom reliabilitet och relevans i detta avseende inte kan förenas uppstår en "trade-off-situation". Denna situation påvisar onekligen svagheterna med Private Equity-företagens användning av multipelvärdering.

Det är enklare att enbart framföra kritik, utan att föreslå alternativa tillvägagångssätt. I detta arbete har tillgängliga värderingsmetoder grovt indelats i tre grupper. Efter den kritik som vi precis har riktat mot multipelvärdering återstår därför två värderingsmetoder. Vi håller med Private Equity-företagen om att avkastningsmetoderna trots sina teoretiska fördelar, i praktiken, är förknippade med väsentliga svårigheter. Vi reagerar dock starkt över att även substansvärdemetoden förefaller vara ointressant för samtliga Private Equity-företag.

Vi tror detta har att göra med att företagens praktiska användning av metoden inte överensstämmer med den teoretiska grunden. Private Equity-företagen har, som vi ser det, bortsett från de delar av substansvärderingen som gör den användbar. Private Equity-företagen justerar inte bokförda värden till marknadsvärden. I beräkningen av substansvärdet beaktar företagen heller inte med de tillgångar som, av redovisningsskäl, inte får plats på målbolagets balansräkning. Detta är något, som vi anser hade inneburit att de speglat verkligheten på ett bra sätt. De förlorar därför delvis användbarheten av substansvärdering.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att utformningen av Private Equity-företagens generella investeringsstrategier har sin grund i den teoretiskt såväl som empiriskt fastslagna överlägsenheten. Vår teoretiska referensram visade sig vara praktiskt applicerbar. Detta var dock föga överraskande med tanke på den bredd den teoretiska referensramen innehöll.

Vad gäller värderingsanalysen är det empiriskt bevisat att multipelvärdering är den klart dominerande värderingsmetoden. Avkastningsvärdering är, trots sina teoretiska fördelar, förknippad med svårigheter i praktiken. Substansvärdering som vi trodde skulle vara mycket användbar har dock liten utbreddhet bland de företag vi studerat. Mot bakgrund av den teoretiska osäkerhet som omger multipelvärderingen var graden av dess praktiska användning, för oss, anmärkningsvärd. Orsaken till populariteten är, enligt vår mening, att värdering av målbolag visat sig vara fullständigt underordnad potentiell prisökning efter förvärv. Det handlar inte längre om vad något är värt i dagsläget, utan hur mycket det kan säljas för i framtiden!

8 Förslag till framtida forskning

I detta kapitel ges förslag till övriga intressanta frågeställningar inom ämnet. Dessa kan tjäna som uppslag till framtida forskning.

- Som synes är Private Equity-branschen, för närvarande, oerhört het i media. Detta innebär att Private Equity-branschen under en tid framöver kommer att vara föremål för kritik och analys. Argumentationen idag är att de finansiella försäljningarna bara omflyttar kapital emedan riskkapitalisterna själva anser att de står för industriella förbättringar och värdeskapande. Det vore intressant att blicka tillbaka och följa utvecklingen som vi just nu är med om.
- Mot bakgrund av det som framkommit i vårt arbete samt den diskussion som förs i media skulle det vara intressant att undersöka huruvida Private Equity-företagen kommer att utgöra ett konkurrenskraftigt framtida alternativ till börsen. Kommer de att kunna attrahera de bästa företagsledarna samt lejonparten av riskkapitalet.
- Vårt arbete handlar som bekant om Private Equity-företagens investeringsstrategi och värderingsanalys vid förvärv. Det skulle vara intressant att genomföra en grundlig undersökning av själva *förvärvsprocessen*. En sådan utredning skulle således spinna vidare på våra resonemang och diskutera hur företagen, rent praktiskt, går vidare efter urvalet och värderingen av målbolag.
- Nyintroduktionerna blir allt färre och fler bolag köps ut från börsen. Vissa befarar att börsen på sikt kommer att bli en marknad för mer riskfyllda bolag. Handlar det bara om en tillfällig variation eller om en långsiktig trend?

- Det skulle vara intressant att undersöka huruvida de värderingsmetoder vilka Private Equity-företagen använder sig av till väsentliga delar skiljer sig från vad som förekommer på andra utvecklade marknader, såsom den amerikanska. Om så är fallet är det också intressant att utröna anledningen till denna diskrepans. Beror det exempelvis på utformningen av årsredovisningar, aktiemarknadens effektivitet eller något annat?
- Det har ovan påpekats att Private Equity-företagen har ett högt avkastningskrav som måste uppfyllas inom en relativt kort investeringshorisont. Det är med anledning härav viktigt att undersöka hur dessa företag agerar efter ett förvärv för att öka sannolikheten för att uppnå den önskvärda avkastningsnivån. Här kan såväl ekonomistyrningsperspektiv som organisatoriska faktorer vara intressanta.

9 Källförteckning

Böcker

Arbnor I & Bjerke B *Företagsekonomisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund 1994 [**Citat: Arbnor & Bjerke**]

Arnold G, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall, Harlow 2001 [**Citat: Arnold**]

Barney J, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Prentice Hall, N.J. 2002 [**Citat: Barney**]

Bergström C & Samuelsson P, *Aktiebolagets grundproblem: en rättsekonoms analys*, Nerenius & Santerius förlag, Stockholm 1997 [**Citat: Bergström & Samuelsson**]

Bryman A & Bell E *Business Research Methods*, Oxford University Press, New York 2003 [**Citat: Bryman & Bell**]

Copeland T, Koller T & Murrin J, *Valuation: measuring and managing the value of companies*, Wiley, New York 2000 [**Citat: Copeland et al.**]

Damodaran A, *Damodaran on Valuation: security analysis for investment and corporate finance*, Wiley, New York 1994 [**Citat: Damodaran**]

Grant R, *Contemporary Strategy Analysis: concepts, techniques, applications*, Blackwell, Mass. 2002 [**Citat: Grant**]

Johannessen A & Tufté PA *Introduktion till samhällsvetenskaplig metod*, Liber, Malmö 2003 [**Citat: Johannessen & Tufté**]

Krieger I, *Management Buy-Outs*, Butterworths, London, 1990 [**Citat: Krieger**]

Lundahl U & Skärvad P-H *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer* Studentlitteratur, Lund 1999 [**Lundahl & Skärvad**]

Nilsson H, Isaksson A & Martikainen T, *Företagsvärdering: med fundamental analys*, Studentlitteratur, Lund 2002 [**Citat: Nilsson et al.**]

Nyman M, *Riskkapital: private equity- och venture capital investeringar*, Norstedts Juridik, Stockholm 2002 [**Citat: Nyman**]

Penman S, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw Hill, New York 2004 [**Citat: Penman**]

Porter M, *Konkurrensstrategi: tekniker för att analysera konkurrenter och branscher*, ISL, Göteborg 1983 [**Citat: Porter**]

Stewart B, *The Quest For Value*, Harper Business, 1991 [Citat: Stewart]

Thomasson J, *Extern redovisning och finansiell analys*, Liber ekonomi, Malmö 2000 [Citat: Thomasson]

Ward K & Grundy T (ed.), *Strategic Business Finance*, Kogan Page, London 1996 [Citat: Ward]

Artiklar

Dixon R, "Venture Capitalists and the Appraisal of Investments", *Omega*, Vol. 19 (1991) Nr. 5 s. 333-344 [Citat: Dixon]

Gompers B & Lerner J, "Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuation - Pioneers in Organized Venture Capital", *Journal of Financial Economics*, vol. 55 Nr. 2 s. 281-325 [Citat: Gompers & Lerner]

Isaksson A Cornelius B Junghagen S Landström H, "Institutional theory and contracting in venture capital: the Swedish experience", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 6 (2004) Nr. 1 s. 47-71 [Citat: Isaksson et al.]

Jelic R Saadouni B & Wright M, "Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 32 (2005) Nr. 3-4 s. 643-682 [Citat: Jelic et al.]

Jungwirth C & Moog P, "Selection and support strategies in venture capital financing: high-tech or low-tech, hands-off or hands-on?", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 6 (2004) Nr. 2-3 s. 105-123 [Citat: Jungwirth & Moog]

Kaplan S, "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value", *Journal of Financial Economics*, vol. 24 (1989) Nr. 2 s. 217-254 [Citat: Kaplan]

Kaplan S & Stein J, "How risky is the debt in highly leveraged transactions?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (1990) Nr. 1 s. 215-245 [Citat: Kaplan & Stein]

Lichtenberg F & Siegel D, "The effects of leveraged buyout on productivity and related aspects of firm behaviour", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (1990) Nr. 1 s. 165-194 [Citat: Lichtensberg & Siegel]

Lockett A Wright M Sapienza H & Pruthi S, "Venture capital investors, valuation and information: a comparative study of the US, Hong Kong, India and Singapore", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 4 (2002) Nr. 3 s. 237-252 [Citat: Lockett et al.]

Mason C & Harrison R, "Does investing in technology-based firms involve higher risk? An exploratory study of the performance of technology and non-technology investments by

business angels”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 6 (2004) Nr. 4 s. 313-332 [Citat: **Mason & Harrison**]

McKaskill T Weaver K & Dickson P, ”Developing an exit readiness index: a research note”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 16 (2004) Nr. 2-3 s. 173-179 [Citat: **McKaskill et al.**]

Reid G, ”The application of principal-agent methods to investor-investee relations in the UK venture capital industry”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1 (1999) Nr. 4 s. 285-302 [Citat: **Reid**]

Palepu K, ”Consequences of leveraged buyouts”, *Journal of Financial Economics*, vol. 27 (1990) Nr.2 s. 247-262 [Citat: **Palepu**]

Smith A, ”Corporate ownership structure and performance”, *Journal of Financial Economic*, Vol. 27 (1990) Nr. s. 143-164 [Citat: **Smith**]

Steier L & Greenwood R, ”Venture Capitalist Relationship in the Deal Structuring and Post-investment Stages of New Firm Creation”, *Journal of Management Studies*, Vol. 32 (1995) Nr. 3 s. 337-357 [Citat: **Stein & Greenwood**]

Van Osnabrugge M, ”A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 2 (2000) Nr. 2 s. 91-109 [Citat: **Van Osnabrugge**]

Wright M & Robbie K, ”Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information”, *Accounting and Business Research*, Vol. 26 Nr. 2 s. 153-168 [Citat: **Wright & Robbie**]

Wright M Hoskisson R Busenitz L & Dial J, ” Finance and management buyouts: agency versus entrepreneurship perspectives”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 3 (2001) Nr. 3 s. 239-261 [Citat: **Wright et al.**]

Elektroniska källor¹⁶⁸

www.svca.se – Svenska Rikskapitalföreningen

www.metapress.com – Metapress

www.di.se – Dagens Industri

www.affarsvarlden.se – Affärsvärlden

www.altor.se – Altor

www.eqt.se – EQT

¹⁶⁸ Då flertalet elektroniska källor har besökts vid flera tillfällen har vi valt att ange besöksdatum vid respektive referens istället för i källförteckningen.

www.industrikapital.com – Industrikapital

www.nordiccapital.se – Nordic Capital

www.procuritas.se – Procuritas

www.dometic.se – Dometic