

# **Företagsvärdering**

## **Fokus på värderingsmodeller och due diligence**

Oscar Sandberg

Examensarbete för (YH)-examen

Utbildningsprogrammet för företagsekonomi

Åbo 2014



## Innehållsförteckning

1	Inledning.....	4
1.1	Problemformulering.....	5
1.2	Arbetets syfte .....	5
1.3	Avgränsning och uppbyggnad .....	5
1.4	Forskningsfrågor .....	6
2	Företagsvärdering.....	6
2.1	Företagsvärderingens delområden .....	7
2.2	Begrepp och termer inom företagsvärdering .....	8
2.3	Analys för värderingsprocessen.....	15
2.4	Verksamhets- och strategianalys.....	15
2.4.1	Delområden för analyseringen.....	16
2.5	Bokslutsanalys .....	17
2.5.1	Traditionell bokslutsanalys .....	18
2.5.2	Övrig bokslutsanalys .....	19
2.5.3	Omorganisering av resultat- och balansräkningsposterna.....	20
2.5.4	Användning av NOPLAT.....	20
2.5.5	Investerat kapital och finansiellt resultat .....	21
2.5.6	Analys av omsättningstillväxt.....	22
2.6	Värderingsmodeller .....	22
2.6.1	Substansvärderingsmetoden .....	23
2.6.2	Marknadsbaserad värdering.....	25
2.6.3	Kassaflödesbaserad värdering .....	30
3	Due diligence ur värderingsperspektiv .....	32
3.1	Värdestrukturen i företagsaffären .....	37
4	Kvalitativ undersökning/resultatredovisning.....	39
4.1	Metodbeskrivning .....	39
4.2	Presentation av företagen Talvivaara och Sotkamo Silver .....	40
4.3	Substansbaserad värdering.....	41
4.4	Marknadsbaserad värdering .....	43
4.5	Kassaflödesbaserad värdering.....	45
5	Resultat och diskussion .....	53
6	Avslutning .....	58
7	Källförteckning.....	59
	BILAGA 1 - Intervjufrågor .....	63
	BILAGA 2 – Kalkyler för Talvivaara och Sotkamo Silver	

**EXAMENSARBETE**

Författare: Oscar Sandberg  
Utbildningsprogram och ort: Företagsekonomi, Åbo  
Inriktningsalternativ/Fördjupning: Redovisning  
Handledare: Inger Tallgård

**Titel: Företagsvärdering – med fokus på värderingsmodeller och due diligence**

---

Datum 29.04.2014

Sidantal: 58

Bilagor: 2

---

**Sammanfattning**

Syftet med examensarbetet är att på det teoretiska planet värdera två olika börsnoterade bolag enligt tre olika värderingsmodeller. Utöver detta strävar arbetet efter att ge läsaren en grundläggande teoretisk kunskap i due diligence och behövliga analyser, som också de utgör viktiga delar i företagsvärderingsprocessen.

Företagsvärdering är ett väldigt mångfacetterade och specialiserat ämne, som kräver goda kunskaper i redovisning och specialisering inom ämnet i sig, för att kunna utföras professionellt. Stora företagsaffärer och fusioner sker hela tiden, ibland med offentliggjorda affärsvärden och ibland utan. Något som dock ofta förblir dolt bakom kulisserna är hur en företagsaffär eller ett företag värderats till det pris som betalats. Det är väldigt viktigt att värderingen utförs noggrant, planerat och korrekt för att ge en rimlig och tidsenlig prisbild av företaget, som beaktar möjliga synergieffekter och risker.

Due diligence utgör den förberedande processen inför ett företagsköp, en fusion eller industriell transaktion. Med andra ord är målsättningen i detta skede att utreda och överväga eventuella risker, synergieffekter, framtida ansvar, värdeökningar- eller minskningar och annat som affären kan medföra. Due diligence kan utföras väldigt detaljerat och med många infallsvinklar. I arbetet presenteras ämnet dock på ett mera övergripande sätt.

Arbetet omfattar också teori om två olika analysmetoder inom företagsvärdering; verksamhets- och strategianalys samt bokslutsanalys. Verksamhets- och strategianalysen strävar efter att säkerställa företagsaffärens relevans i förhållande till långsiktiga strategiska mål samt analys av verksamheten med en operativ infallsvinkel. Bokslutsanalysen uppdelas i traditionell och övrig bokslutsanalys, som med olika metoder b.l.a. visar företagets verkliga historiska utveckling och producerar behövlig finansiell information.

I arbetets empiriska del värderas de två börsnoterade gruvbolagen Sotkamo Silver AB och Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj enligt de tre värderingsmodellerna: substans-, marknads- och kassaflödesbaserad värdering, varav fokus ligger på den sistnämnda (som används mest). Som komplement till arbetets teori har två kvalitativa intervjuer med Tomas Granvik från KPMG Ab och Stefan Sigfrids från Nordea Bank Finland Abp utförts.

---

Språk: svenska

Nyckelord: Värdering, företagsvärdering, företagsvärde

---

**BACHELOR'S THESIS**

Author: Oscar Sandberg  
Degree Programme: Business Administration, Turku  
Specialization: Accounting  
Supervisors: Inger Tallgård

**Title: Company Valuation – with focus on valuation models and due diligence**

---

Date 29.04.2014

Number of pages: 58

Appendices: 2

---

**Summary**

The aim with this bachelor's thesis is to determine the value of two different, listed companies with three different valuation models. Furthermore, the thesis strives to equip the reader with theoretical knowledge in due diligence and necessary analyses, which are also important aspects in the valuation process. Big corporate acquisitions and transactions occur all the time, sometimes with published figures of the value of the deal, sometimes without. Something that often is hidden behind the scenes though, is how an acquisition or company is valued to the price that's being paid. It's very important that the valuation is carried out carefully, systematically and correctly, in order to achieve a reasonable and up-to-date price picture of the company, which takes possible synergies and risks into account.

Due diligence comprises the preparatory process before an acquisition, merger or industrial transaction. In other words, the goal in this phase is to investigate and emphasize possible risks, synergies, future responsibilities, increased or destroyed value and else that the deal might cause. Due diligence can be carried out in a highly detailed manner with many different angles of incidence. In this thesis, the subject is presented in a more comprehensive way.

The thesis also includes theory about two different analysis entities within company valuation; activity and strategic analysis and balance-sheet analysis. The first-mentioned strives to ensure the relevance in the deal, in relation to long-term strategic goals. The later analyses activities with a more operational approach. The balance-sheet analysis is divided into traditional and residual, that among other things shows the real historical development of the company and produces necessary financial information.

In the thesis's empirical part, the two listed mining corporations Sotkamo Silver AB and Talvivaara Mining Company Ltd are valued according to the three valuation models: material value method, market-based method and cash flow analysis-based method, of which focus lies on the latter (that is the most used). As complementary data to the theoretical part of the thesis, follows two qualitative interviews with Tomas Granvik from KPMG Oy Ab and Stefan Sigfrids from Nordea Bank Finland Plc.

---

Language: Swedish

Key words: Valuation, company valuation, company value, company acquisition

---

# 1 Inledning

Värdering av företag är något som ofta kan kännas vara gömt under ytan, bakom kulisserna för alla stora och små företagsaffärer och industriella transaktioner. Nästan dagligen rapporterar finansiella och övriga medier om stora företagsaffärer och –fusioner, vars affärsvärden rör sig på mångmiljon- eller miljardnivå. Något som dock ganska sällan kommenteras eller öppnas upp, inte ens nödvändigtvis i mera ingående artiklar, är hur själva företagen är värderade till det värde de är.

Företag kan värderas på många olika sätt och värdet är ofta en helt subjektiv uppfattning som kan variera kraftigt bland köpvilliga spekulanter. Värdet kan utgöras av flera olika begrepp, främst gängse marknadsvärde, bokföringsmässigt värde (substansvärde), synergivärde samt immateriellt värde (goodwill). Detta arbete undersöker och utgår ifrån de förstnämnda, då immateriellt värde är väldigt diffust, vidsträckt och svårdefinierat. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 119,-120,122).

Till företagsvärdering hör förutom olika värderingsbegrepp också olika värdebestämningsmetoder och analyser. Due diligence med fokus specifikt på värdering behandlas också i arbetet, då det är en central del av påbörjandet av själva värderingsprocessen och undersökningen av faktorer som påverkar affärspriset. En företagsaffär är trots allt ofta en väldigt stor investering, oberoende av hur storskalig verksamhet den köpande parten omges av. Det främsta målet med undersökningen av företagsvärdet för köparens del är - hurudan långsiktig lönsamhet medför investeringen? Företagsvärdering är alltså en mångfacetterad och komplicerad process, med många olika metoder och principer som tillämpas situationsmässigt, för att få en så exakt och pålitlig värdering som möjligt. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s. 71, Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 121).

Due diligence är förutsättningen för en lyckad företagsaffär och innebär konkret insamlandet av djupgående och heltäckande kunskap om målföretaget och dess verksamhet. Detta skall genomföras innan själva köpet, som en form av förhandsgranskning, för att säkerställa en lyckad och planenligt förverkligad affär. Den främsta orsaken för att tillämpa denna etablerade process, är att ge en klar bild av målföretaget och dess värde samt minimera risken förknippad med okända ansvar och andra negativa faktorer. Det engelska termen blir rakt översatt ”sakenlig försiktighet”, syftande på att eventuella risker och ansvar kartläggs på förhand, så att nödvändiga

åtgärder kan vidtas innan någon affär äger rum. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s. 50).

## **1.1 Problemformulering**

På grund av ämnets vidd, d.v.s. företagsvärdering, avgränsas arbetet till de mest tillämplade och kändaste metoderna: marknadsbaserad, substansbaserad och kassaflödesbaserad värdering. Därtill behandlas grundläggande due diligence och analysmodeller för företagsvärdering, vilka är nödvändiga för att praktiskt kunna utföra en värderingsprocess korrekt. Värdena uträknas med förenklade versioner av modellerna, för att göra det mera lättförståeligt för läsaren, avgränsa arbetet och hålla arbetets svårighetsgrad på rimlig nivå.

Arbetets teori stöds av en empirisk del bestående av en kvalitativ analys av gruvbolagen Sotkamo Silver AB och Talvivaaran Kaivososakeyhtiö Oyj, där koncernernas totala bokföringsmässiga värde jämförs m.h.a. ovannämnda värderingsmetoder. För detta används bolagens årsredovisningar från 2012, bl.a. av den orsak att Talvivaara vid tidpunkten för skrivandet av detta examensarbete ännu inte utgivit redovisningen för 2013. Sotkamo Silver AB:s bokslutssiffror finns bara utgivna i SEK (svenska kronor), varför också bokslutsposternas värden i arbetet presenteras i KSEK. De slutgiltiga värdena för varje metod konverteras dock till Euro för att ge läsaren lättare jämförbara siffror. Detta kompletteras ytterligare av kvalitativa intervjuer med experter från KPMG Oy Ab och Nodea Bank Finland Abp.

## **1.2 Arbetets syfte**

Syftet med detta examensarbete är att värdera företagen Talvivaara Kaivososakeyhtiö Oyj och Sotkamo Silver AB enligt värderingsmodellerna: kassaflödesbaserad värdering, substansbaserad värdering och marknadsbaserad värdering och analysera skillnaderna i de erhållna värderingsresultaten. Arbetet syftar även till att förklara värderingsprocessens förberedelser i form av grundläggande due diligence, som utgör en central fas av värderingsprocessen.

## **1.3 Avgränsning och uppbyggnad**

Geografiskt avgränsas arbetet till Finland och Sverige för att kunna hålla en röd tråd i arbetet, så analyserna av de båda företagen samt teorin stöds av liknande lagar och

förordningar. Moderbolaget Sotkamo Silver AB har sitt säte i Stockholm, medan dotterbolaget Sotkamo Silver Oy är registrerat i Finland. Moderbolaget används i detta fall tillsammans med Talvivaara som objekt för analysen, då det inte finns några separata bokslutsuppgifter tillgängliga för Sotkamo Silver Oy, d.v.s. det finländska dotterbolaget. Arbetet avgränsas alltså till publika aktiebolag verksamma inom samma bransch, bl.a. för att undvika risken för felvisande analysresultat.

Påståendena och informationen som erhållits av de två ovannämnda intervjuerna kommer att användas konsekvent genom hela arbetet. Dessa inslag finns alltså med i både arbetets teoretiska och empiriska del. Tanken är att påståendena också hjälper läsaren att öppna upp detta ganska tekniska ämne, med alla dess kalkyler och begrepp. Den information jag själv som skribent fått ut av intervjuerna har hjälpt mig genom hela arbetet med just detta – att förstå och kunna se företagsvärderingens olika aspekter i riktiga situationer.

På grund av arbetets specialisering och ämnets svårighetsgrad, finns och ett skilt begreppskapital läsaren tillhanda. Detta för att underlätta arbetets genomläsning, så att begreppskapitlet först kan gås igenom och sedan användas pånytt som uppslagsverk, då svåra och obekanta termer framkommer i texten. Kapitlet innehåller de svåraste och centralaste begreppen och termerna samt vissa formler.

## **1.4 Forskningsfrågor**

Forskningsfrågorna som arbetet baserats på hjälper till att hålla en röd tråd genom hela examensarbetet och hjälper således till med avgränsningen. Utgående från problemformuleringen ovan, har följande forskningsfrågor utarbetats: Vad är värdet på Talvivaara Kaivososakeyhtiö Oyj och Sotkamo Silver Oy? Hur skiljer sig värdet mellan bolagen?

## **2 Företagsvärdering**

En företagsaffär är en stor investering för den köpande parten, varför också en tillräckligt djupgående och utarbetad värdebestämning är ett väldigt viktigt beslutsunderlag, på samma sätt som för den säljande parten. Värdebestämningens centrala uppgift är att ge en grund för det aktuella affärspriset. Priset kan även påverkas betydligt av det s.k. stand-alone-värdet, som avser värdet för ett självständigt företag utan de nyttoeffekter affären kan medföra. Ifall affären medför synergieffekter, kan priset vara högre än stand-alone-värdet.

Det benämns ofta som en premie som ännu tillägs till själva företagsvärdet. Andra påverkande faktorer kan förekomma under förhandlingsskedet, såsom affärsverksamhetens natur eller marknadsvärdet på aktiemarknaden för börslistade företag. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 71, Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 120).

Den som köper ett företag försöker ofta erhålla majoritetsandelen och således beslutanderätten i företaget, så att investeraren själv även i fortsättningen kan påverka verksamheten. Därför är det också eftersträvansvärt att i due diligence-processen, under den förberedande fasen för affären eller köpet, få tillgång till icke-offentlig information. Upptäckande av synergieffekternas och deras roll som följd av affären gör vanligtvis att erbjudet pris varierar mellan köpkandidaterna, då de kan tillföra olika mervärde för olika köpare. Det är viktigt att bilda en helhetsbild av målföretaget och hela affärssituationen före och efter köpet. Enligt Tomas Granvik På KPMG kan köpprocessen delas in i signing, closing och post-closing faser, som avser påbörjan, avslutande och granskande efter avslutad affär. På basis av denna kan målföretagets viktigaste värdefaktorer (value drivers) och till verksamheten medförande risk identifieras samt grundläggande prognoser och uppskattningar för företagets utveckling göras. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 71, Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 119).

## **2.1 Företagsvärderingens delområden**

Värderingen av företag kan delas upp i olika delområden: analyser samt olika värderingsmetoder och -modeller. Dessa hänför sig direkt till prognostiserandet av företagets framtida utveckling, som tillsammans med företags riskutvärdering ger en grund till värdebestämningen. Bokslutsanalysen omfattar granskning av resultaträkningen, balansräkning och övrig bokföringsmässig information. Avsikten med analysen är att visa hur företaget kommit till dess nuvarande läge och dess möjlighet att göra prognoserna pålitligare. Business due diligencen som hör till företagsaffärsprocessen omfattar verksamhets- och strategiska analyser och den s.k. financial due diligencen bokslutsanalysens detaljer. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 72).

Den förväntade ekonomiska framgången är det centrala i värderingen och kan baseras på företagets egna uppskattningar och prognoser av t.ex. framtida försäljning, resultatutveckling eller det finansiella läget. Det är eftersträvansvärt att basera



värdebestämningen på dessa interna och icke offentliga uppgifter i slutskedet av affärsförhandlingarna. Ofta får köparen dock nöja sig med externa uppgifter i början av förhandlingarna. Extern information kan samlas t.ex. från bokslut, årsberättelser, publicerade branschanalyser och nationalekonomiska prognoser. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 72).

Något som berör både värderingens författare och dess godkännande part eller granskare, är öppenhet och transparens av den använda informationen. Båda parterna behöver vara insatta i de antaganden och påverkande faktorer på vilka värderingen baseras. På det sättet kan prognoserna jämföras med tidigare förverkligade exempel och utreda eventuella avvikelser. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 73).

## 2.2 Begrepp och termer inom företagsvärdering

Med termen värderingsbegrepp i företagsvärderingen avses ett ändamålsenligt begrepp, som visar vad som i själva verket ska värderas. Då affärsvärdet ska bestämmas, skall det även baseras på ett lagenligt eller i affärsavtalet överenskommet värderingsbegrepp.

*Associated company* (intresseföretag) avser ägande av en minoritetsandel i ett annat företag (vanligen mellan 20 och 50 %) och ägs delvis av ett eller flera andra bolag. Moderbolaget konsoliderar inte intresseföretagets bokslut. Om ägarandelen överstiger 50 % blir det ett dotterbolag, vars bokslut konsolideras med moderbolagets. Vanligtvis syns ett intresseföretag som en tillgång i moderbolagets balansräkning. (Investopedia 2014).

*Bundet och investerat kapital*, (operativa och icke operativa tillgångsposter) kan delas in i tre grupper: operativa tillgångsposter, operativa skulder samt icke-operativa tillgångsposter. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 90).

*CAPEX, capital expenditures* (investering i anläggningstillgångar/ anläggningskostnader) utgör kostnaderna i nyutveckling och investeringar såsom nya maskiner eller produktutveckling. Kan också beskrivas som: ”investeringar i immateriella och materiella anläggningstillgångar exklusive goodwill och andra övervärden samt åtaganden för återställning”. (Företagsvärdering.org 2014, TeliaSonera 2014).

*Control premium*, det pris en köpare är villig att betala (vanligen över marknadsvärdet) för att erhålla en kontrollerande position i bolaget. (InvestorWords 2014).

**Debt equivalents** (räntebärande främmande kapital) d.v.s. till skulderna jämförbara förpliktelser i företagens balans eller utanför. (Kallunki & Niemelä 2012, s. 268).

**Debt to equity ratio** (belåningsgrad).

Debt-equity ratio = totala skulder / totalt kapital. (how2.se 2014).

**Debt to total capitalization**, summan av totala långfristiga skulder och shareholders' equity.

Capitalization Ratio = Långfristiga skulder / långfristiga skulder + shareholders equity. (Investopedia 2014).

**Discount period** (diskonteringsperiod) avser tidsintervallet mellan dag för utfärdandet av t.ex. en skuldsedel och dess förfallodag. (BusinessDictionary.com 2014).

**Discount factor** (diskonteringsfaktor) nuvärdet av t.ex. en euro i framtiden. (Brealey & Meyers 2000, s.16).

**EBIT, earnings before interests and taxes** (rörelseresultat) uttrycker företagets vinst före räntor och skatt. (Kallunki & Niemelä 2012, s. 269).

**EBITDA, earnings before interest, taxes, depreciations and amortizations** (täckningsbidrag), visar rörelseresultat före skatt och avskrivningar för affärsvärde. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svernas & Wilkman 2011, s. 91-92).

**Enterprise value, EV** (företagsvärde) avser market cap plus skulder, minoritetsandelar och preferensaktier minus totala pengamässiga tillgångar eller värdet på eget kapital plus nettoskulder (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svernas & Wilkman 2011, s. 512).

**Equity value** (värdet på eget kapital). (Kallunki & Niemelä 2012, s. 269).

**Equity to total capitalization**, företagets marknadsvärde delat med totala tillgångar

**Börsnoterade bolag:** Akitekurs x antal utestående aktier (exkl. de i bolagets ägo). / summa tillgångar.

**Icke-noterade bolag:** marknadsvärde / summa tillgångar. (Företagsvärdering.org 2014).

**EVA, economic value added** avser finansiellt mervärde, d.v.s. nettointäkten efter avdrag för aktieägarnas avkastningskrav. (Brealey & Meyers 2000, s. 327).

**FCF, free cash flow** (fritt kassaflöde) kan bestämma antingen värdet på eget kapital (**FCFE, free cash flow to equity**) eller hela företaget (**FCFF, free cash flow to firm**). Modellerna väljs enligt behov – dock har FCFF-modellen en fördel, då den mera ingående specificerar kassaflödenas natur. Värdet på eget kapital fås genom att diskontera aktieägarnas fria kassaflöde på beskotnad av eget kapital, d.v.s. flödet efter alla till verksamheten hörande kostnader, skatter och räntekostnader. Hela företags FCF fås efter operativa kostnader och skatter, men före kostnader för främmande kapital. Värdet på EV fås med FCFF genom att avdra det främmande kapitalets finansiärers andel från hela företagsvärdet. Det resterande är aktieägarnas andel av företagsvärdet. (Företagsvärdering.org 2014).

**Fair market value** reflekterar en rimlig prisnivå enligt rådande marknadsläge. Det avser det uppskattade penningbelopp som betalas till säljaren dagen då egendomen byter ägare, på villkor av två sakvetande, affärsvilliga och av varandra oberoende parter. I värdet borträknas subjektiva faktorer såsom försäljarens synpunkt på synergieffekter för köparen och är ofta utgångspunkten i företagsvärdering. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 122).

**Final bid** är ett slutgiltigt bud på köpeskillingen för ett företag. (KPMG).

**Finansieringskällor** kan ur ett finansieringsperspektiv delas in i tre grupper:

- a) Räntebärande främmande kapital, omfattande alla räntebärande skulder, t.ex. kort- och långfristiga banklån, masskuldebrev, pensionsbolagslån, kapitallån och övriga lån från ägarna.
- b) Jämförbara poster till debt equivalents, t.ex. otäckta pensionsförmåner och övriga pensionsförmåner, kommande omorganiseringskostnader, vissa leasingformer eller kommande skadeersättningsskulder.
- c) Eget kapital som omfattar allt kapital investerat i bolaget av ägarna, upplupna vinstmedel samt egna uppköpta aktier.

(Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 90-91).

**Going concern value** (kontinuerlig företagsverksamhet) eller **liquidation value** (likvidationsvärde) används med tanke på värderingsobjektens framtid, av vilka det förstnämnda är det som tillämpas mest. Likvidations- eller tvångsförsäljningsvärde är ett

belopp som rimligt kan uppskattas till ett nettobelopp vid försäljning av företagets tillgångar, då försäljningstiden är kort. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 123).

**Gordons formel** behövs för att räkna ut terminal value i DCF-modellen, för att kunna räkna värdet på kassaflöden som ligger längre fram i tiden än fem år, i princip in i evigheten. Formelns uppbyggnad:

$$P_0 = D_1 / k - g$$

- P = terminal value
- D = fritt kassaflöde för det första prognosfria året
- k = WACC
- g = tillväxt, vanligen mellan 2,5- 3 % (hänses till BNP-tillväxten).

**IFRS-standard, international financial reporting standar** avser internationell redovisningsstandard. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svernas & Wilkman 2011, s. 511).

**Implied exit multiple** avser det implicita värdet vid en framtida försäljning, med terminal value i förhållande till EBITDA för slutåret och bör inte överstiga 11x. (Företagsvärdering.org 2014).

**Indicative bid** är ett indikationserbjudande, d.v.s. ett erbjudande för köpeskilling från ett företag till ett annat. (KPMG).

**Intrinsic value** (reella värdet) är företagets värde oberoende av dess gängse marknadsvärde, som baseras på investerarens värdering och tillgängliga information vid köptillfället. Det reella värdet övergår till gängse marknadsvärde då också övriga investerare kommer fram till samma eller en närliggande värdering. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 122-123).

**Investment value** (investeringsvärde) avser företagsvärdet för en särskild investerare. Värdet varierar bland olika investerare, då förväntningarna på resultat, avkastning, risktolighet, villkor för främmande kapital, skattemässiga premisser och synergieffekter kan variera kraftigt. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 122-123).

**Levered beta** avser risknivån i branschen för målföretaget. Om risken anses högre än börsen i helhet är värdet högre än 1, om risken anses lägre är det lägre än 1. (Företagsvärdering 2014).

**Market capitalization, market cap** (marknadsvärde) återspeglar värdet på ett börsnoterat företags hela aktiestock. För icke-noterade företag kan begreppet reflektera det gängse värdet som fåtts som slutsats av en värdering. Enligt analytikerna på Kauppalehtis värderingskonsultföretag Balance Consulting, kan market cap beräknas enligt formeln: totalt antal aktier x aktiekurs (exkluderande de aktier företaget själv äger). (Balance Consulting 2014).

**Market peers (peers & transactions)** avser företag och redan utförda företagsaffärer som kan används som referens i den marknadsbaserade värderingsmodellen. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 127).

**Market risk premium** är marknadens avkastningskrav, d.v.s. en tillräckligt attraktiv avkastningsgrad för att placerare hellre ska investera i aktier istället för riskfria värdepapper. (Företagsvärdering.org 2014).

**NDA, non-disclosure agreement** är en form av sekretessavtal som ofta används under affärsförhandlingar. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 28).

**Net operating profit less adjusted taxes, NOPLAT** (rörelseresultat efter skatt) visar rörelseresultatet efter korrigerade skatter, som kan disponeras av alla investerare, både i eget och främmande kapital. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s. 514).

**Net working capital, NWC** (nettodriftskapital) är ett mått både på ett företags effektivitet och kortfristiga tillstånd.

$NWC = \text{kortfristiga tillgångar} / \text{kortfristiga skulder}$ . (Investopedia 2014).

**Operativa** tillgångsposter omfattar:

- a) kortsiktiga tillgångsposter, såsom kundfordringar, omsättningstillgångar, betalda förskott samt nödvändig kassa

- b) långsiktiga tillgångsposter, såsom landområden, verksamhetsfastigheter, maskiner och utrustning, även kapitaliserade leasing-avtal samt aktiverade undersöknings- och produktutvecklingsprojekt

**Operativa skulder** omfattar kortsiktiga räntefria skulder, såsom leveratörsskulder, givna förskott och resultatregleringar. Tillsammans utgör de ovannämnda posterna de totala bundna kapitalet.

**Icke-operativa tillgångsposter** omfattar kassaöverskott, värdepapper, intresseföretag och övrig egendom som inte hör direkt till verksamheten. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 90).

**Perpetuity growth rate** anger tillväxtgraden i procent in i evigheten, vanligen 2-3 % beroende på ekonomin i allmänhet vid värderingstillfället. (Företagsvärdering.org 2014).

**P/E-multiple, price to earnings** (P/E-värdet) är aktiens värde dividerat med resultatet per aktie (eller aktiestockens marknadsvärde delat med företagets resultat,  $P/E \times E = P$ ). Enligt Balance Consulting reflekterar P/E-värdet förhållandet mellan aktiens pris och dess resultat. Värdet kan räknas både på aktie- eller företagsnivå (marknadsvärde/ nettoresultat). Multipeln antar utgångsmässigt samma värde och kan räknas enligt formeln: marknadsvärde/ (nettoresultat-minoritetsandel av resultatet) (företagsnivå) eller aktiekurs/ resultat per aktie (aktienivå). Resultatet som räknas med måste reflektera tolv månader i räkenskapsperioden. P/E-värdet berättar på hur många år ett företag kan generera vinst motsvarande dess marknadsvärde, ifall resultatet behålls på samma nivå. Värdet varierar enligt bransch, men är ofta högre i tillväxtintensiva branscher. (Balance Consulting 2014, Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 515).

**P/B-multiple, price to book value** (P/B-värdet) används för att räkna ut aktiestockens marknadsvärde delat med bokföringsvärde för eget kapital. Det egna kapitalets bokföringsvärde används tillsammans med aktiestockens värde - inte med företagsvärdet. (Kallunki & Niemelä 2012, s. 273).

**Return on invested capital, ROIC** (avkastning på investerat kapital)

ROIC = NOPLAT / investerat kapital

**Return on equity, ROE** (avkastning på eget kapital) visar hur mycket vinst det egna kapitalet som lämnats kvar i företaget genererar och räknas ut som förhållandet mellan nettoresultatet och bundet eget kapital.

$ROE = ROIC + (ROIC - k_D) \text{ främmande kapital} / \text{ eget kapital}$

(Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svernas & Wilkman 2011, s. 87).

**Risk-free rate** (riskfria räntan) bestäms enligt marknadsnoteringar på långsiktiga statspapper såsom statsobligationer med tio års löptid. (Företagsvärdering.org 2014).

**Shareholders' / stockholders' equity** hänför sig till den delen av balansräkningen som representerar kapitalet från investerare i utbyte mot aktier, donerat kapital och balanserade vinstmedel. (Investopedia 2014).

**Size premium** (storlekspremium): "en variabel som justerar avkastningskravet för mindre företag, dvs att ett mindre företag är mera riskfyllt än ett stort, vilket ställer högre krav på dess framtida avkastnings". (Företagsvärdering.org 2014).

**SPNA, special project needs agreement** är ett skilt projektavtal som ofta tillämpas under affärsförhandlingar.

**Terminal year** (terminalår), det sista medräknade året för målföretaget i t.ex. DCF-modellen. (Företagsvärdering.org 2014).

**Terminal value** avser det slutgiltiga värdet på ett företag vid värdering. (Copeland, Koller & Murrin 1996, s. 285).

**Terminal growth rate** avser tillväxten in i evigheten. (Företagsvärdering.org 2014).

**Value drivers** (arvoajurit) avser de centrala framgångsfaktorerna i verksamheten som ligger bakom utvecklingen av ägarvärdet. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svernas & Wilkman 2011, s. 86).

**WACC, weighted average cost of capital** (genomsnittlig vägd kapitalkostnad) anger det vägda värdet på pengar förknippat med ett avkastningskrav som ägarna ställer på ett företag som de investerat i, d.v.s. en ränta som ska genereras på tillgångarna. Ett högt värde antyder högre risk, då avkastningskravet är större för att kompensera för denna. På mostvarande sätt indikerar ett lägre värde lägre risk.

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1-Tc)$$

- E = eget kapital
- V= eget kapital + lånat kapital
- Re = avkastningskrav på eget kapital
- D = lånat kapital
- Rd = låneränta
- Tc = skattesats

(Företagsvärdering.org 2014).

### 2.3 Analyser för värderingsprocessen

Ett företags värde påverkas förutom av dess egen verksamhet också av den övriga ekonomin och samhällets utveckling. För att åstadkomma en heltäckande analys, måste även företagets strategi och verksamhet analyseras och tillräcklig kunskap om branschen insamlas. Utgångspunkten för en fungerande strategi är långsiktig hållbarhet, varför också de olika analyserna är avgörande då en köpkandidat överväger sina alternativ. Då det är frågan om en industriell transaktion, d.v.s. köp av ett företag inom samma bransch, utförs den strategiska analysen samtidigt med det köpande företagets egna strategigranskning. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svernas & Wilkman 2011, s. 75).

Bokslutsanalysen visar den historiska utvecklingen och nuläget i företaget. Många enkätundersökningar har visat att bokslutsuppgifternas betydelse är avgörande för både ägare och investerare vid beslutsfattandet. Åtskilliga observationsbaserade undersökningar har visat att företagens marknadsvärden följer deras ekonomiska situation utgående från bokslutsuppgifterna. Liksom i andra analyser, är bokslutsanalysens främsta målsättning att göra prognoser pålitligare. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svernas & Wilkman 2011, s. 75).

### 2.4 Verksamhets- och strategianalys

Genom att utföra en verksamhets- och strategianalys är det lättare att förstå t.ex. hurdana faktorer som verksamhetens utveckling är beroende av. Att analysera och undersöka framtiden är givetvis svårt – och blir svårare längre in i framtiden, varför just företagets



strategi och dess långsiktiga tillämpning är så viktiga att beakta. Strategiska analyser används för långsiktiga prognoser, medan verksamhetsanalyser med operativ infallsvinkel används för kortsiktiga. Operativa analyser omfattar exempelvis fördelning av verksamhetens vinst per kund, volym och utveckling av eget kapital bundet i verksamheten, utvecklingen av olika kostnadsposter eller produkternas, försäljningsvolymernas och –prisernas utveckling. Strategiska analyser omfattar i sin tur företagets konkurrensfördelar och hur de bibehålls, utredning av ledningens och personalens kunskapsnivå samt genomgång av bransch- och konkurrensmiljöns utveckling. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svernas & Wilkman 2011, s. 79-80).

Enligt Stefan Sigfrids, Relationship Manager på Nordea Bank Finland Abp, tar denna analys i praktiken formen av en komplett boksluts- och verksamhetsanalys som i en centraliserad enhet sammanställs för den kundansvariga i bankkoncernen. Till Sigfrids dagliga arbete hör just att granska värdet på företag, bl.a. för att räkna ut tillräckliga realsäkerheter i samband med beviljande av företagskrediter.

#### **2.4.1 Delområden för analyseringen**

Vid utförande av en verksamhets- och strategianalys, görs det på branschnivå eller företagsnivå. Analyser på branschnivå kallas ofta för externa analyser, medan de på företagsnivå kallas interna. Externa analyser bedömer konkurrenternas, branschens, den allmänna ekonomiska och tekniska utvecklingens samt övriga externa faktorerers påverkan på företags framgång och värde. Med hjälp av en intern analys kan till företagets produkter, deras prissättning, produktionsprocessen, kunskapen och personalen hörande faktorer utredas. Dessa faktorer påverkar företags ekonomiska framgång väldigt konkret – och således även företagsvärdet.

Då det gäller befintliga företagskunder, säger Sigfrids att det oftast finns tidigare dokument såsom bokslut, s.k. kredit-PM (sammanfattning av verksamheten och dess ekonomiska prestationsförmåga), försäljnings- samt resultatsiffror att tillgå. I den sammanställda analysen finns alla behövliga nyckeltal för att kunna bedöma återbetalningsförmåga och värdet på tillgångar ställda som säkerhet. Då är alltså den interna analysen oftast tillräcklig.

Den interna analysens målsättning är att analysera bl.a.:

- affärsidén och dess funktion

- tjänsternas och produkternas konkurrenskraft, konkurrensfördel samt tidsmässiga uthållighet
- produkternas livscykel, patent och uppfinningar (bl.a. produkternas ersättningsmöjligheter)
- prispolitik och produkternas diversifiering i olika kundsegment
- försäljnings- och marknadsföringsstrategi
- distributionskanaler
- personal
- investeringsmöjligheter och gjorda investeringars lönsamhet
- ekonomiskt tillstånd

Idén med att analysera affärsidén är att granska ifall verksamhetens utgångspunkt är hållbar och hur lönsam dylik verksamhet i allmänhet är. Analysering av affärsidén är speciellt viktigt då det handlar om en otestad och helt ny sådan, något som kan träffas på vid värderingar av nystartade företag eller företag inom s.k. nya branscher, då värdering är väldigt svårt och kan variera kraftigt. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensson & Wilkman 2011, s. 81).

För den kundansvarige i Nordea har den interna analysen just den ovannämnda funktionen, d.v.s. att bedöma främst affärsidé, kapital, kundbas, konkurrensfördelar, tillväxtpotential och marknadsläge, uppskattning av försäljnings- och resultatutveckling o.s.v., menar Sigfrids. För nya kunder utvärderas deras företag både från internt- och externt perspektiv. I början av förhandlingarna om ev. investeringar i företaget, fås tidigare mellanrapporter och bokslut från olika register, medan de senaste mellanboksluten och budgetar oftast ombes personligen. Den långsiktiga uthålligheten är väldigt viktigt ur återbetalningssynpunkt, då bl.a. finansiering av balansräkningen, tillräckligt eget kapital, hög soliditetsgrad och branschens och kundens tillstånd i allmänhet spelar stor roll. Här säger Sigfrids att även olika riskaspekter, bl.a. företagslednings- och ägarrisk, branschrisk och andra enskilda risker. Banken går således även in på due diligence-området i dessa situationer.

## **2.5 Bokslutsanalys**

Bokslutsanalysens syfte är att utreda företagets rådande ekonomiska situation samt hur denna uppnåtts, även kallat för företagets verkliga historiska utveckling. Från

värderingsperspektiv är det också bra att analysera sådana faktorer och egenskaper i verksamheten som underlättar prognostisering av kommande utveckling. Bl.a. företagets lönsamhet och finansierings- eller soliditetsställning omfattas av analysen. För att kunna jämföra bokslutsuppgifter mellan olika företag, måste posterna justeras för att motsvara företagets verkliga ekonomiska ställning, med tanke på att de själva kan påverka intrycket som boksluten ger. Publika bolag är ofta väldigt jämförbara utan efterjusteringar, medan olistade företags resultat- och balansräkningar oftast kräver det. I värderingssituationer kan bokslutsanalysen delas in i två delar: traditionell bokslutsanalys och övrig bokslutsanalys. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svénnas & Wilkman 2011, s. 83-84).

Stefan Sigfrids säger att bokslutsanalysens syfte tillämpas i hans arbete just så som beskrivs ovan, d.v.s. att få en beskrivning av företagets historia och utgående från denna också kunna få branschjämförelser, för att se hur liknande företag klarat sig. Speciellt soliditetsgraden är viktigt enligt honom. Den bokslutsanalys som sammanställs görs alltid med justerade bokslutsposter för att kunna jämföra olika nyckeltal.

### **2.5.1 Traditionell bokslutsanalys**

I traditionell bokslutsanalys är det justering av resultat- och balansräkningens poster som står i fokus, så de blir så jämförbara både tidsmässigt och med andra företag som möjligt. Här är det viktigt att motsvarande justeringar görs för olika företag och olika räkenskapsår. Här blir även resultatplanering ett användbart rättesnöre, med fokus på det bokföringsmässiga, skattemässiga samt operativa resultatet (rörelseresultatet, d.v.s. differensen mellan rörelsens intäkter och kostnader). För varje resultatbegrepp finns vanligtvis en viss målsättning, som uppnås genom användningen av resultatplanering. Bokföringslagstiftningen begränsar den bokföringsmässiga och näringskattelagen den skattemässiga planeringen. Det operativa resultatet underlättar att så tillförlitligt som möjligt kunna bedöma företagets verkliga resultat och ekonomiska läge. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svénnas & Wilkman 2011, s. 84, Företagsvärdering.org 2014).

De justerade posterna ger tillsammans ett resultat som avspeglar företagets framgång och soliditetsgrad samt deras utveckling. För att kunna genomföra denna analys, bör analytikern känna till principerna för bokföring och skatter samt företagsledningens möjligheter och målsättningar för resultatplaneringen. Justeringarna kan delas in i tre olika delområden: justeringar i resulträkningen, justerade resultatregleringar och eliminering av

sporadiska intäkter och utgifter. Det är önskvärt att hitta ett s.k. rent operativt kassaflöde, som kan användas bl.a. i kassaflödesanalyser. Även (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s. 85, Vakk.fi 2014).

Sigfrids menar att kassaflödesanalysen är viktig i hans arbete, speciellt då det berör större företag (bl.a. för att uppvisa tillräckligt kassaflöde till låneskötsel). Resultaträkningens finansieringsresultat ska också vara bra, då just detta indikerar vad som blir kvar av intäkterna efter att ordinära kostnader dragits bort.

I den traditionella bokslutsanalysen presenteras vanligen informationen i form av nyckeltal, som räknas ut genom att dividera någon balans- eller resultatpost med en annan post som mäter verksamhetsgraden. Nyckeltalen kan indelas i fyra huvudgrupper:

1. Nyckeltal för lönsamhet, t.ex. avkastning på investerat eget kapital, avkastning på eget kapital samt täckningsbidrags-, röreleresultats- och resultatmarginaler.
2. Nyckeltal för soliditet och skuldsättning, t.ex. självfinansierings-, skuldsättnings- och nettoskuldsättningsgrad.
3. Nyckeltal för likviditet, t.ex. nettodriftskapitalprocent samt quick och current ratio (visar finansieringstillgångar i förhållande till företagets kortfristiga skulder).
4. Nyckeltal för omloppstid, d.v.s. effektiv användning av eget kapital, t.ex. kundfordringar, leverantörsskulder och omsättningstillgångarnas omloppstid.

Enligt Sigfrids fås alla behövliga nyckeltal från den sammanställda bokslutsanalysen, av vilka nyckeltal för soliditet och lönsamhet är speciellt viktiga.

(Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s. 85).

## **2.5.2 Övrig bokslutsanalys**

Genom att bl.a. omjustera bokslutsposterna, om nödvändigt göra medvetna och grundade antaganden eller söka ny information i bokslutets noter, kan företagets tidigare utveckling, finansiella prestationsförmåga och möjlighet att skapa kassaflöde i framtiden utvärderas. Analysering av value drivers är också en viktig del av denna analys. Före detta är att rekommendera att utreda den finansiella prestationsförmågan och specificera det bundna egna kapitalet på ett förnuftigt sätt - något som kan utföras i tre steg:

1. Omorganisera resultat och balans att motsvara den verkliga finansiella prestationsförmågan m.h.a. bokslutsmässiga omständigheter.
2. Indela bundet kapital i olika komponenter, med vilka både lönsamhet och effektiv användning av eget kapital kan undersökas.
3. Utredda omsättningens tillväxt och dess grunder.

(Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 86, 505).

### **2.5.3 Omorganisering av resultat- och balansräkningsposterna**

Som det första steget bör det i samband med omorganisering av posterna beaktas, att ROE omfattas förutom av finansiell prestationsförmåga också av kapitalstrukturen. Kapitalstrukturen kan skilja sig märkbart mellan företag, varför det är skäl att hitta en sådan mätare av ROE som inte är så beroende av själva kapitalstrukturen.

För att undvika icke-operativa faktorer och skuldsättningens påverkan, kan ROIC användas. Detta nyckeltal fås genom att dividera NOPLAT med investerat kapital.

För att räkna ut rörelseresultatet efter skatt kan det finnas behov att korrigera resultaträkningen. Den egentliga skatterna kan avvika från de korrigerade skatterna som använts vid uträkning av NOPLAT. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 87).

### **2.5.4 Användning av NOPLAT**

Vid beräkning med NOPLAT måste det beaktas att avskrivningar för affärsvärde inte kan avdras som utgifter. Även alla de faktorer som påverkar det investerade kapitalet, måste beaktas i NOPLAT. På så sätt elimineras t.ex. en icke-operativ tillgångspost från det investerade kapitalet med motsvarande värde i NOPLAT. I bokslutets balansposter blandas helhetsbilden av de operativa och finansiella posterna ihop. Då ROIC mäter den operativa prestationsförmågan, måste även finansieringsstrukturen avskiljas från det investerade kapitalet. Avkastningen kan uttryckas i tre olika skeden (det första sättet bestäms enligt bokslutet):

*Totala tillgångar = främmande kapital + eget kapital*

I det andra skedet avskiljs operativa tillgångsposter, t.ex. verksamhetsutrymmen, maskiner och utrustning från finansiella icke-operativa poster samt operativa skulder, t.ex. leverantörsskulder, från de finansiella skulderna - exempelvis räntebärande banklån.

$$\textit{Operativa tillgångar} + \textit{Icke-operativa tillgångar} = \textit{Operativa skulder} + \textit{Främmande kapital} + \textit{Eget kapital}$$

Genom att omorganisera modellen kan investerat kapital och de totala investerade tillgångarna (total funds invested) räknas ut.

$$\textit{Operativa tillgångar} - \textit{Operativa skulder} + \textit{Icke-operativa tillgångar} = \textit{Främmande kapital} + \textit{Eget kapital} = \textit{Investerat kapital}$$

*Totala investerade tillgångar = Investerat kapital + icke-operativa tillgångar* (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 88-89).

### **2.5.5 Investerat kapital och finansiellt resultat**

Ett företag kan bara producera EVA, då avkastningen på kapitalet överstiger dess kostnader, något som kan granskas m.h.a. ROIC eller ROE. ROIC granskas mot WACC, medan ROE granskas bara mot kostnad för eget kapital. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 91-92).

ROIC kan vidare spjälkas upp i tre delar: rörelseresultat före skatt och avskrivningar för affärsvärde: EBITDA, effektiv användning av kapital samt skattesats. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s. 91-92).

Speciellt ROE, ROIC och EBITDA används mycket för värderingen av en företagskund, säger Sigfrids. Han försöker också alltid titta på det finansiella resultatet i rena pengar (euro), inte bara i procent, för att få en bra bild av återbetalningsförmågan. Rent konkret menar han att saker som försäljningsfordringar, leverantörsskulder, inköpsfordringar och rutinerna för att sköta dessa i allmänhet spelar roll här. Han försöker också rekommendera kunderna att ha små lager och driftskapitalsprocenten i ordning, då denna indikerar företagets förmåga att trygga likviditet och kortvariga finansieringsbehov. (Andelsbanken 2014).

### **2.5.6 Analys av omsättningstillväxt**

Tillväxt är den centrala faktorn för utveckling av ett företags värde och betyder i praktiken att på lång sikt få tillväx i kassaflödet. Tillväxten beror oftast direkt på omsättningens tillväxt, men kan i vissa fall bero på bl.a. tre saker: förändringar i valutakurserna (vinstmedel i utländsk valuta som konverteras till inhemsk i bokslutet), inverkan av företagsaffärer, fusioner och deinvesteringar (säljande eller avlägsnande av fast egendom, ofta p.g.a. olönsamhet), samt förändringar i bokslutspraxisen. Tillväxten som företaget själv uppnått genom t.ex. ökad produktion och försäljning kallas för organisk tillväxt, exkluderande tillväxt som uppnåtts genom företagsköp och –fusioner. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s. 93-94, Taloussanomat 2014, [www.investopedia.se](http://www.investopedia.se)).

Tillväxten kan även analyseras på ett operativt plan, vanligen genom att dela försäljningsvinsten med antalet sålda enheter, som åskådliggör försäljningsvolymernas och –prisernas utveckling. Detta kan igen spjälkas ner i hur företagsverksamhetens olika faktorer påverkar varandra, exempelvis antal försäljningsställen, försäljning per ställe, varje försäljningsställes försäljningstransaktioner och värdet per transaktion i dagligvaruhandeln. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s. 93-94).

## **2.6 Värderingsmodeller**

Med värderingsmodellerna avses tillvägagångssättet för att värdera ett företag. Olika värderingssituationer påverkar valet av rätt värderingsbegrepp och -metod, då olika värderingsmetoder beaktar värdepåverkande faktorer på olika sätt. Efter att målföretagets bokslut analyserats, konverteras prognoserna som baserats på den strategiska- och bokslutsanalysen under värderingsprocessen till företagsvärdet. Hållbara teoretiska modeller är en nödvändighet för att få ett rimligt värde av företagsaffären. Om köparen betalar överpris för företaget, orsakar det problem både för det köpande företaget och möjligen också för det uppköpta företagets affärsverksamhet. En öppen och transparent värdering är därför att föredra, så att synergieffekterna av företagsaffären kan utnyttjas. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 123, Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s. 101).

Värdebestämningsmetoderna kan kortfattat indelas i två delar: värderingsmodeller och användning av värderingskoefficienter, även kallad för proportionell värdebestämning,

som omfattar: börsnoterade referensföretags koefficienter, genomförda företagsaffärers koefficienter, ledande av koefficienter baserat på risk och tillväxt. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 123).

Då en verksamhet avslutas, kan det var mest ändamålsenligt att undersöka substansvärdet i verksamheten, vilket i sin tur inte ger rätt värdering för en kontinuerlig verksamhet. De vanligaste värderingsmodellerna är kassaflödesbaserad och marknadsbaserad värdering. Metoden väljs även utgående från vilka uppgifter som finns tillgängliga för det tilltänkta köpeobjektet. Värdebestämningsmetoderna visar alltså hur ett visst värde uppnås i enlighet med värderingsbegreppen i förra kapitlet. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 123).

### **2.6.1 Substansvärderingsmetoden**

Med substansvärde avses skillnaden mellan företagets tillgångar och skulder, d.v.s. värdet på eget kapital. Det bokföringsmässiga balansvärdet är utgångspunkten för substansvärdet, men balansposternas gängse värde (det sannolika försäljningspriset) kan avvika betydligt från det bokförda värdet. Ett bra exempel på detta är Outokumpu Oyj som nyligen genomgått en fusion med Inoxum GmbH (som köptes upp av tyska Thyssenkrupp), vars bokförda substansvärde kraftigt överskrider marknadsvärdet. I årsberättelsen för 2013 uppgår de totala tillgångarna till 8 823 MEUR, varav värdet på totalt eget kapital är 1 891 MEUR, vilket ger en differens på -6932 MEUR (främmande kapital). Enligt årsberättelsen samt en artikel i Kauppalehti uppgår marknadsvärdet eller Market Cap:en till 830 respektive 845 MEUR. Enligt Tomas Granvik, Partner, Capital Markets på KPMG Oy Ab, bildar det hela en ganska intressant situation och frågeställning om den nya koncernens egentliga värde. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 129, [www.vero.fi](http://www.vero.fi), Rantanen 2012, s. 87, Kauppalehti 2014, [www.outokumpu.com](http://www.outokumpu.com) 2013).

Först när balansräkningen korrigeras för att motsvara gängse värde, kan företagets substansvärde räknas. Enligt Granvik, används det s.k. justerade substansvärdet (net asset value – eget kapital) beaktande avskrivningar i denna metod. En basmodell används för att bygga upp en grund för köpebrevet, varpå justeringar i kassa, driftskapital och lager sker och eventuell extern konsultering anlitas. Till exempel om lagret först sägs innehålla 100 kg kaffe per 31.12, men sedan visar sig bara innehålla 30 kg, kan lagerjusteringar göras i köpebrevet per 31.1. Här är det enligt Granvik också viktigt att se skillnad på normaliserat och justerat driftskapital (t.ex. försäljningsfordringar). (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 129, [www.vero.fi](http://www.vero.fi), Rantanen 2012, s. 87).



Att utreda gängse värdet av balansposterna är något som absolut hör till due diligence-processen, om substansvärderingsmetoden används som värdebestämningsmetod. Genom att undersöka substansen i företagsverksamheten noggrant, går det att få fram vad som kan användas som säkerhet ur själva affärens finansieringssynpunkt, samt hur skuldsatt företaget är (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 129, [www.vero.fi](http://www.vero.fi), Rantanen 2012, s. 87).

När ett värde för fortlöpande verksamhet ska bestämmas, ger inte substansvärdet alltid rätt bild av verksamhetens värde, då det inte beaktar hur mycket kassaflöde verksamheten genererar åt ägarna. Metoden kan tillämpas bäst för att värdera kapitalintensiva företag, men inte för företag inom servicebranschen, där största delen av värdet utgörs av humankapital eller immateriella tillgångar. Rent substansvärde beaktar inte immateriella tillgångar, som vanligtvis har stor effekt på t.ex. konsultföretags företagsvärde. Denna metod passar även för att värdera företag i företagssanering eller icke vinsteftersträvande företag. Enligt Granvik används substansvärdering vanligen för att värdera småbolag, t.ex. caféer, kiosker eller enskilda näringsidkares firmor och ganska sällan för andra ändamål. Därtill kan substansvärdering tillämpas under recessioner eller andra svåra ekonomiska omständigheter, då historiska referenser inte är relevanta och framtiden mycket osäker, till skillnad från t.ex. marknadsbaserad värdering. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 129).

Ett företag vars egendoms massa är liten och avkastningen är hög är med säkerhet mera attraktivt än ett företag som har mycket egendom men gör dålig vinst. Det är således skäl att åtskilja företagsverksamhetens värde från det totala egendomsvärdet som själva företaget och dess ägare besitter. Företagsverksamhetens värde baseras endast på den egendom som behövs för att driva verksamheten och generera vinst. Övrig egendom kategoriseras som överflödig och har ett värde i sig, men inte ur köparens synpunkt vad beträffar att bedriva själva verksamheten, såsom representationsfordon, värdefulla tavlor, överflödiga kassareserver etc. På samma sätt saknar varje produktionsfaktor såsom överflödig arbetskraft, som inte medför vinstökning för köparen efter affären eller ur ett företagsvärderingsperspektiv betydande värde. Därför är ett företag som bara har just tillräcklig egendom för att bedriva verksamheten och generera resultat ett lättare köpeobjekt. (Rantanen 2012, s. 87-88).

Överflödig egendom som lätt kan realiseras till marknadsvärde är att föredra. Därför kan bl.a. detaljhandelsföretag vara svåra att värdera, då det kan vara svårt att avgöra vilken

inverkan lagret har på köparens synergieffekter från affären. Ett svårsålt lager som köps med lånade pengar och som inte genererar vinst är förstås dåligt, medan ett mångsidigt lager som ger företaget en konkurrensfördel på marknaden kan vara någonting bra. Främst i affärer med småföretag påverkas också priset av ägarens och företagsverksamhetens sammanblandade egendom och värde. Enligt Granvik står förhållandet mellan lån och köpeskillning i fokus. En justeringsmekanism används vanligen i affären för att justera innehållet i köpebrevet (bl.a. köpeskillning och öveförbara tillgångar). Detta sker i den s.k. post-closing skedet av affären. Om ett företag inte klarar sig utan dess nuvarande ägare, är det förstås svårt att hitta något substansvärde i en kontinuerlig verksamhet. Enligt Granvik är det då avgörande att det finns en affärsvillig köpare och säljare för att kunna sälja verksamheten med vinst. Värdering av en kontinuerlig verksamhet är det standardmässiga utgångsläget i de allra flesta värderingar enligt honom. (Rantanen 2012, s. 88-89).

I en företagsaffär är det skäl att säljaren konkret kan påvisa vad det begärda priset baseras på. Ett företag vars substansvärde utgörs av fastigheter, placeringsaktier, kassaöverskott samt ett årligt avkastningsvärde på t.ex. 100 000 euro (inkluderat den nödvändiga egendom som behövs för att uppnå denna avkastning), kan relativt lätt spjälkas ner i delar och blir på så sätt ett mycket attraktivare köpeobjekt. Fastigheterna kan t.ex. överföras helt till säljaren genom att köparen köper placeringsaktier för motsvarande värde och kvarstående dividender kan lyftas, varefter resterande placeringsmedel kan säljas till en tredje part. Kassaöverskott överförs på laglig väg till säljaren, varefter övrig egendom avlägsnas genom att dela upp företaget i två: ett till vilket övrig egendom överförs och ett annat till vilket själva företagsverksamheten med behövliga tillgångar överförs. Substansvärdet har nu skalats av avsevärt och baseras alltså på det senare företaget innehållande själva verksamheten och ger nu en klarare bild av det egentliga avkastningsvärdet. Detta är ett vanligt tillvägagångssätt för företagsaffärer, genom vilket köparen undviker onödiga risker förknippade med att t.ex. köpa upp gamla lager eller andra olikvida tillgångar. Enligt Granvik är de huvudsakliga faktorerna att fokusera på försäljning, inköp och lager. Då ett företag gjorts helt oberoende av ägaren, är det mera aktuellt att titta på verksamhetens marknadsvärde, anser Granvik. (Rantanen 2012, s. 89-90).

## **2.6.2 Marknadsbaserad värdering**

Med marknadsbaserad värdering avses värdebestämning utgående från market peers. Målföretaget jämförs med jämförbara börsnoterade företags värderingsfaktorer eller enligt värderingsfaktorerna från redan utförda företagsaffärer. Referensföretagens och –affärernas

värde eller pris samt ekonomiska prognoser ska gärna vara tillgängliga och bör påminna målföretaget i bransch, geografiskt läge, risk, strategi, storlek samt ekonomiska nyckeltal. Då det gäller jämförbara företagsaffärer bör ägarandel som var till salu, tidpunkt för affären samt de olika parternas motiv beaktas. Enligt Granvik är t.ex. OMX Helsinki CAP, Mid Cap och Small Cap bra referenslistor för värdering av publika bolag. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 127).

Pricing methodology	Pros	Cons
<b>Comparable companies</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Is reflective of current equity market conditions</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Does not consider strategic value (i.e. control premium)</li> <li>– May be difficult to find genuinely comparable companies (e.g. size, geography and product similarity)</li> </ul>
<b>Comparable transactions</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Gives an indication of what multiples have been paid by buyers in the past for similar businesses</li> <li>– Includes premium for control</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Only historical financial available and no information on synergies [ ] from transaction</li> <li>– As time passes, comparable transactions become decreasingly relevant</li> <li>– May be difficult to find genuinely comparable transactions (e.g. size, geography, and product similarity)</li> </ul>
<b>Discounted cashflows (DCF)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Provides a value based on the time value of expected cash flows of the business</li> <li>– Takes account of the riskiness and financing mix of the business</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Depends on the reliability of forecasts</li> <li>– Results can be highly sensitive to choice of WACC and terminal growth rate</li> </ul>
<b>Private equity pricing analysis</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Gives an indication of what a financial investor would pay to acquire the business</li> <li>– Provides an indication of returns to a financial investor based on a number of scenarios at entry and exit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Does not provide an indication of the value obtainable from a trade buyer</li> </ul>

Figur 1. För- och nackdelar för referensföretag och -affärer samt DCF-metoden. (KPMG 2014).

Tabellen ovan beskriver metoder för att bestämma priset på en företagsaffär och dess för- och nackdelar. Den första är market peers, som reflekterar det rådande marknadsvärdet och på så sätt ger bra underlag för värdering, medan det inte beaktar det strategiska värdet för företaget (t.ex. i form av synergieffekter) och det kan vara svårt att hitta direkt jämförbara företag utgående från storlek, geografiskt läge och likheter i dess produkter. Fördelarna med transactions som referens är att de anger vilka priser som tidigare betalats för liknande verksamheter och inkluderar priset för control premium. Nackdelar är dock att det bara finns historiska finansiella uppgifter och ingen information om synergieffekter. Efter tiden blir transactions också opålitligare, samtidigt som det kan vara svårt att hitta direkt jämförbara sådana. (KPMG 2014).

DCF-modellen visar värdet av framtida diskonterade kassaflöden och beaktar bl.a. risken i verksamheten, men är också helt beroende av prognosernas pålitlighet och är känslig mot felaktiga värden i WACC och terminal growth rate. (KPMG 2014).

Marknadsbaserad är även den lättaste metoden för värdering anser Granvik, då det finns mycket referenspunkter och det egentligen blir en fråga om sälj- och köpvillighet. Referensföretagen och –affärerna avgränsas ofta till ett kluster på 20-30 stycken (range), på vilka EV och Equity Value uträknas. Ett konkret exempel på skillnader mellan marknadsbaserad- och substansvärdering är det tidigare nämnda bolaget Outokumpu, vars nuvarande bokförda substansvärde överskrider Market Cap-värdet, d.v.s. det är lägre än det egentliga aktievärdet. Investerarare är i praktiken beredda att betala mindre per aktie än vad Outokumpu själv anser sig vara värt. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 127, Kauppalehti 2014, Investopedia 2014, Wallstreetprep 2014).

Genom att utnyttja referensföretagens poster från resultat- och balansräkningen, såsom omsättning, täckningsbidrag, rörelseresultat, resultat och bokföringsvärde på eget kapital och proportionera dem till företagsvärdet eller aktiestockens marknadsvärde, går det att räkna ut olika värderingsfaktorer. Med tidigare skedda affärer som referenspunkt, utnyttjas på samma sätt affärspriset eller –värdet i proportion till målföretagets resultat- och balansposter. Målföretagets resultat- eller balansposter rapporteras genom att räkna medel-, median- eller andra värden m.h.a. referensföretag eller –affärer. Marknadsvärdet på aktiestocken för målföretaget kan exempelvis räknas ut med P/E-värdet. En akties volatilitet ifrågasätter enligt Granvik hela marknadsbaserade modellens tillämparhet, med tanke på värderingens tillförlitlighet. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 127).

I företag och branscher med låg tillväxt antar multipeln ofta ett lägre värde än i genomsnitt. De finländska börsföretagens genomsnittliga P/E-värde för 2001-2010 var 16. Ifall resultatet är svagt stiger värdet, obereoende av tillväxtförsök. Ifall resultatet är negativt, används P/E-värdet vanligen inte p.g.a. tolkningsmässiga skäl. (Balance Consulting 2014).

Tabell 1. P/E-värden för finländska börsföretag 2008-2012. (Balance Consulting 2014).

År	2008	2009	2010	2011	2012	median
P/E-värde	10,0	19,8	17,5	13,4	15,4	15,2

P/E-värdet räknas och presenteras på många olika sätt. Med pris avses vanligtvis företagets aktuella marknadsvärde eller aktiekurs. Som resultat kan t.ex. det från senaste

räkenskapsperiod användas, löpande resultat från senaste 12 månader eller av analytiker framtagen resultatprognos för pågående period. Det är viktigt för en placerare att veta, vilket resultat som används när och om resultatet är justerat från sporadiska poster (inkomster och utgifter). I huvudsak används de 12 gångna månadernas justerade resultat i beräkning av P/E-talet för börsföretag. (Balance Consulting 2014).

För att räkna ut en värderingsfaktor med företagsvärde som referens, används resultaträkningsposter före finansiella intäkter och utgifter, t.ex. omsättning, täckningsbidrag och rörelseresultat. Av dessa multiplar används den tidigare nämnda EBITDA väldigt ofta som ett nyckeltal i värderingen, säger Granvik. Den tillämpas ofta som en median- eller genomsnittsmultipl och uttrycks t.ex.  $5/7 \times \text{EBITDA}$ . På motsvarande sätt används de resultaträkningsposter som kommer efter de ovannämnda, t.ex. nettoresultat för investering i eget kapital då aktiestockens marknadsvärde används som referens. Enligt Granvik fås ett skäligt marknadsvärde i de flesta fall genom beräkning med modeller samt nyckeltal.

I vilken utsträckning som värderingsfaktorerna (baserade på referensföretag och –affärer) används, beror på deras lättanvändlighet och klarhet. Marknadsbaserade metoder kräver inte detaljerade eller långtgående prognoser och reflekterar därtill läget på aktie- och företagsaffärsmarknaderna, vilket ger flera referenspunkter för de aktuella marknadspriserna. Enligt Granvik ger faktorerna indikationer på marknadsvärdet utgående från referensgrupperna och används ofta i samband med kassaflödesanalyser. Då det råder starka fluktuationer på marknaderna, är i synnerhet börsnoterade referensföretag ett osäkert kort, då värden kan variera kraftigt t.o.m. från dag till dag och påverkar på så sätt både värderingsfaktorerna och målföretagets värde. Då större marknadsförändringar sker och aktiviteten på företagsaffärsmarknaderna ändras, kan värderingsfaktorer baserade på referensaffärer ge helt fel bild av värdenivån vid värderingstidpunkten. Därför är det väldigt viktigt att analysera värderingsnivåerna på aktie- och företagsaffärsmarknaderna vid tillämpning av denna metod. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 128).

Skillander i företags bokslutspraxis försvårar också användningen av referensföretag. Att jämföra värderingsfaktorer med varandra, som baserar sig på de utvalda referensföretagen, är väldigt bra med tanke på trovärdigheten för värdering av målföretaget. Det är även viktigt att värderingsfaktorerna, som t.ex. täckningsbidraget, ger en korrekt bild av målföretagets långsiktiga lönsamhet. Ibland måste även bokslutsposter korrigeras, så de ger rätt bild av det ekonomiska läget. Just därför hör det till due diligence att presentera

sporadiska utgiftsposter och nyckeltal av korrigerade intäkter. Likt den kassaflödesbaserade metoden, utgår denna metod bara från till verksamheten och annan regelbunden verksamhet hörande poster, varför egendomsposter framtagna med due diligence värderas skilt. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 129).

Om ett icke börsnoterat företag ska värderas, i synnerhet med metoden för börsnoterade företag, måste det också beaktas att värderingsfaktorerna inte nödvändigtvis ger rätt bild av målföretagets värde. Det är vanligt att få en märkbar ”rabatt” på icke noterade företag jämfört med noterade, då den mindre storleken och aktiernas olikviditet kan medföra större risk. En nackdel med denna metod jämfört med den kassaflödesbaserade är det, att den inte beaktar risken med köp av målföretaget. Marknadsbaserade faktorer måste korrigeras med målföretagets och själva affärens rådande omständigheter som utgångspunkt. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 129).

### **2.6.2.1 Uppdelning**

Ett företag vars substansvärde överträffar dess avkastningsvärde kan vara svårsålt, speciellt till köpare som finansierar affären med lån. Detta p.g.a. investeringen måste betala tillbaka sig inom överskådlig framtid. En företag vars prislapp är stor men förväntade årliga avkastning är låg är alltså inte det ideala köpeobjektet. Sådana företag kategoriseras som överkapitaliserade eller ineffektiva, oberoende om de är väldigt solida (rika). Detta förekommer i bl.a. IT-företag som utvecklar mjukvaruprogram, där innovations- och produktutvecklingsnivån är hög, men själva marknadsaktiviteten och försäljningen är låg. (Rantanen 2012, s. 90).

Ett företag kan även ha negativt värde, t.ex. då det är svårt skuldsatt och går med förlust. Då kan det t.o.m. vara ett bra alternativ att ägaren betalar en köpare för att ta över dess verksamhet och kunder. En sådan köpare kan vara ett företag med överkapacitet, som på detta sätt genom planerat risktagande kan förbättra sin lönsamhet. Ett företag som går med förlust och vars skulder överstiger tillgångarna kan högst värderas till noll vid en aktieaffär och vid en affärsverksamhetsaffär enligt egendomens gängse värde. Om avkastningsvärdet överträffar substansvärdet, utgörs affärens totalpris av avkastningsvärdet och möjlig övrig egendom, beaktande de skulder som överförs. Om substansvärdet överträffar avkastningsvärdet, utgörs helhetens värde av substansvärde och all övrig egendom. (Rantanen 2012, s. 91).

### 2.6.3 Kassaflödesbaserad värdering

DCF är den vanligaste metoden, med vilken företags avkastning uträknas, d.v.s. de förutspådda kassaflödenas nuvärde. Med kassaflöde avses huvudverksamhetens kommande fria penningflöde före finansieringsposter. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 124).

Kommande fria penningströmmar diskonteras (omräknas bakåt i tiden) med WACC. Detta värde motsvarar det totala kapitalet som investerats i företaget, d.v.s. EV. Värdet på företags eget kapital fås genom att dra av räntebärande nettoskulder och minoritetsandelen (ägarandel), utgående från tidpunkten för värdebestämning. Det går även att direkt bestämma värdet på eget kapital genom att diskontera investerarnas fria penningflöde med det egna kapitalets avkastningskrav. Om företags kapitalstruktur förväntas bli oförändrad, ger båda metoderna samma värde på eget kapital. Om betydande förändringar väntas i företags finansieringsstruktur, ger den första metoden ett exaktare värde, då den mäter hela företags värde. Eftersom poster för främmande kapital inte behöver räknas skilt i denna metod, finns det färre mellansteg i uträkningen och är således mindre känslig för bl.a. prognosfel. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 124).

Tabellen nedan beskriver sturkturen i en kassaflödesanalys. Först tillkommer verksamhetens operativa kassaflöde som rörelseresultat plus minoritetsandelar minus operativa skatter (skatteverkets andel av kassaflödet). Efter att avskrivningar har adderats, fås bruttokassaflödet. Efter förändringar i NWC, orsakade av t.ex. tillväxt, dras ännu bruttoinvesteringarna bort (investeringar i verksamheten), vilket bildar det fria operativa kassaflödet. Därefter adderas eller subtraheras extraordinära poster om sådana finns, varefter det fria kassaflödet FCF erhålls. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s.132).

Tabell 2. De centrala posterna i fritt kassaflöde (FCF). (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svennas & Wilkman 2011, s.132).

	<b>Röreleresultat</b>	}	
+	<b>Andel i intresseföretag</b>		<b>Verksamhetens kassaflöde</b>
=	<b>Operativt kassaflöde</b>		
+	Avskrivningar		Icke-kassaflödesinverkande kostnad
=	<b>Bruttokassaflöde</b>		
- / (+)	Förändring i nettodriftskapital		← Av tillväxt/annat förändring i driftskapital

=	<b>Fritt operativt kassaflöde</b>	
+ / -	Övriga poster (vanligen extraordinära) (efter	Vanligtvis noll under prognosperioden
=	<b>Fritt kassaflöde (FCF)</b>	

Det går att mäta kassaflöden från antingen operativ (operating flow) eller finansieringsflödesmässig (financial flow) synvinkel. Vanligtvis räknas det fria operativa kassaflödet först och betraktas som ett skapande kassaflöde (resultatfinansiering, investeringar, övrig verksamhets kassaflöde), medan det finansiella kassaflödet visar hur det uppstådda kassaflödet har använts bland aktieägare och externa finansiärer. (Katramo, Lauriala, Matinlauri, Niemelä, Svensnas & Wilkman 2011, s.130-132).

Det utmanande med kassaflödesbaserad värdering är att få bra och pålitliga prognoser av kommande kassaflöden, vilket är viktig information att inkludera i due diligence-processen. Flödenas osäkerhet beaktas i den s.k. diskonteringsräntan, som används för att ta hänsyn till pengarnas tidsvärde och risken i kassaflödena. Det är vanligt att göra alternativa prognoser av företagets finansiella utveckling eller de viktigaste förutsedda faktorernas påverkan på företagsvärdet, s.k. känslighetsanalyser. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 124-125).

Prognoserna delas vanligen in i två faser, en detaljerad prognosfas och efterföljande restvärde. Fasernas längd varierar enligt företag och bransch, vanligtvis tre till fem år inom stabila branscher. Längre prognoser görs oftast för t.ex. tillväxtföretag och fusionerade företag tills verksamheten stabiliserats – i allmänhet företag vars omsättning och kassaflöde väntas växa avsevärt. Enligt Granvik räknas prognoserna vanligen med intervallår, t.ex. tre, fem och sju års mellanrum, av vilka det sista kallas terminalår. För terminalåret görs vanligen justeringar, bl.a. för inflationens inverkan på olika värden. Under terminalåret ska avskrivningar motsvara CAPEX. Efter att prognosfasen tagit slut, bestäms restvärdet, som reflekterar framtida kassaflöden för obestämd tid framåt utgående från att normala kassaflöden fortsätter. Restvärdet utgör ofta största delen av företagsvärdet, varför det måste räknas noggrant, för att kunna ge en tillförlitlig bild av den genomsnittliga lönsamheten på lång sikt. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 125).



Diskonteringsräntan används för att diskontera väntade kassaflöden till nutid för att bestämma nuvärdet. På så sätt beaktas kassaflödenas tidsvärde, d.v.s. att penningflödet idag är mera värdefullt än i framtiden. Ju större osäkerhet för kommande kassaflöden, desto högre diskonteringsränta bör användas. Således bör räntan vara högre i prognoser för t.ex. tillväxtföretag och nya eller ostabila branscher. Det viktigaste gällande räntesatsen är att överensstämmande med utgångspunkterna för kassaflödesprognoserna och värdebestämningen. Räntan ska också motsvara antagandena i prognoserna, såsom skattesats och kapitalstruktur. Räntan och kassaflödena ska även beräknas på samma sätt, d.v.s. kassaflöden för eget och främmande kapital diskonteras med medelvärdet av eget och främmande kapital, kassaflöden som direkt hänförs till eget kapital diskonteras med dess avkastningskrav. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 125).

Kassaflödesmodellen är den teoretiskt sett bästa värderingsmetoden för att bestämma värde av kontinuerlig företagsverksamhet. Denna modell är den mest detaljerade - värderingen består av många olika variabler och antaganden - men samtidigt den känsligaste och arbetsammaste. Tillgångsposter som inte hör till verksamheten, t.ex. finansiella värdepapper och minoritetsandelar (ägnande) i andra företag, måste värderas skilt då denna modell bara beaktar till huvudverksamheten hörande poster. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 126).

### **3 Due diligence ur värderingsperspektiv**

För att lyckas med företagsköp, är det viktigt att förbereda sig noggrant, genomföra förhandlingarna effektivt samt att avsluta affären i sin helhet efter integreringsskedet. Då processen genomsyras av en klar logik som går i hand med företagets strategi och köpet uppfyller de uppsatta målen, finns grunderna för att i praktiken påbörja själva köpeprocessen. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 26).

I samband med att utforma köpestrategin bör investeringens målsättningar kontrolleras och -prioriteterna stärkas. Målsättningarna behandlas ofta av företagets styrelse innan de fastslås och är då också klart formulerade i företagets strategi. På detta sätt får den operativa ledningen bra riktlinjer för att planera själva köpet. Fastän det inte vore kutym i ett företag att göra upp en formell strategiprocess och -dokumentation, är det ändå bra om ledningen, antingen styrelsen eller på operativ nivå, har till sitt förfogande tydligt definierade målsättningar som är lätta att följa. Att fastslå de strategiska målsättningarna före påbörjandet av själva köpeprocessen hjälper även de inblandade att behålla en objektiv

syn på hela projektet, i synnerhet då sådana här projekt ofta är väldigt påskyndade. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 27).

Då motiven för köpet är klara, kan potentiella köpeobjekt kartläggas, antingen m.h.a. interna förmågor eller externa konsulter. Vanligtvis börjar kartläggningen av potentiella köpeobjekt med en första gallring, för att sammanställa en s.k. long list. Därefter granskas företagen noggrannare på basen av den begränsade allmänna information som finns att tillgå och sätts i prioritetsordningen enligt köpelogiken, de centrala kriterierna, sannolikhet att affären kan förverkligast samt ägarens vilja att sälja. Vanligtvis tas 1-6 företag för närmare granskning (s.k. short list). (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 27).

Ifall det köpande företaget använder sig av en investeringsbanks eller annan rådgivares tjänster, ett s.k. köpemandat, övertar denna eller dessa vanligtvis projektet då de preliminära köpeobjekten utsetts och förhandlar med ledningen om uppdragets centrala målsättningar, tidtabell samt innehåll. I detta skede framställs en köpstrategi med tillhörande tidtabell, varefter de första kontakterna till företagets ägare kan påbörjas. Köpstrategin omfattar även en preliminär värdering av objektet på basen av den information som finns tillgänglig just då. Även köpets struktur och finansieringsalternativ ses över i strategin. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 27).

Det är skäl att planera allt så bra som möjligt innan första kontakten till ägarna, varpå köpeprocessen kan sättas igång direkt ifall säljaren är villig. Bra förberedelser tyder även på att köpeobjektet har övervägts noggrant och att köparen är seriös och professionell. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 27-28).

Processen för att köpa en företagsverksamhet kan i huvuddrag delas in i flera steg. Enligt Tomas Granvik kan due diligence-fasen indelas i s.k. pre-deal, closing och post-closing-skeden, i vilka antaganden, kalkyler, synergier och strategier behandlas. Ur värderingsperspektiv finns en hel del olika due diligence-områden: bl.a. finansiell, försäkringsmässig, HR-mässig, skattemässig och business due diligence. Processens olika steg och deras ordning är begynnelsevis samma, oberoende om det är en ensamstående köpare eller s.k. auktionsförfarande med flera tävlande köpkandidater. En erfaren köpare kan vid affärer med lägre betydelse eller värde tillämpa en mera direkt och enklare process, då inga stora resurser krävs till att t.ex. söka köpeobjekt eller att sköta om konkurrensrättsliga lov. Dock ska alltid grundläggande granskningar utföras och slutsatserna dokumenteras enligt god sed. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 26).

- **Due Diligence on prosessi, jonka tavoitteena on selvittää yrityskaupan mahdollisesti kaatavat seikat (deal breakers) sekä oleelliset hintaan, kaupan rakenteeseen, sopimukseen ja kauppakirjoihin vaikuttavat asiat.**
  - Suotavaa on, että myös Financial Due Diligencen tekevä taho otetaan riittävän ajoissa mukaan yrityskauppaprosessiin.
- **Due Diligence räätälöidään asiakkaan tarpeiden mukaan keskittyen strategian kannalta olennaisiin riskeihin ja asiakysymyksiin.**
- **Lähtökohtana voi olla mm. yrityksen taloudellisten, verotuksellisten, juridisten tai ympäristövastuisiin liittyvien asioiden tai näiden yhdistelmän selvittäminen.**

Figur 2. Definition av Due Diligence. (KPMG 2014).

Figuren ovan definierar due diligence-begreppet som följande:

- Due Diligence är en process, vars målsättning är att utreda de faktorer som kan avbryta företagsaffären (deal breakers) och aspekter som väsentligt påverkar priset, affärsstrukturen, avtal och köpebrev.
  - Det är önskvärt att också den som utför den finansiella due diligencen tas med i företagsaffärsprocessen i ett tillräckligt tidigt skede.
- Due diligence skraddarsys enligt kundens behov genom att koncentreras på väsentliga risker och kundfrågor ur strategisk synpunkt
- Utgångspunkten kan vara t.ex. utredning av företagets finansiella, skattemässiga, juridiska eller miljömässiga saker eller kombinationen av dessa.

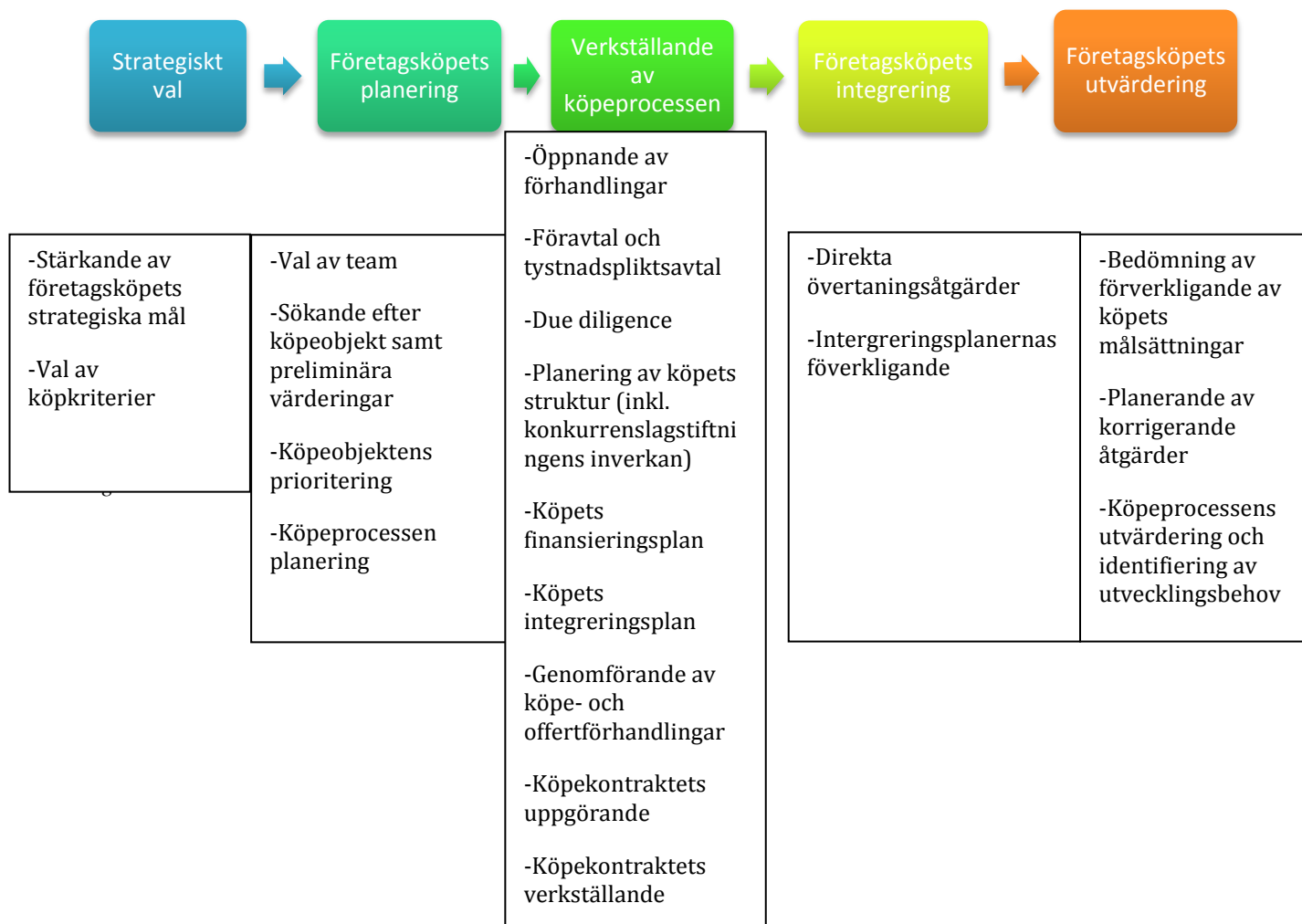
Due diligence har enligt Granvik i huvudsak två infallsvinklar: Acquisition och Vendor (köpare respektive säljare). Vendor due diligence avser ett auktionsförfarande, som säljaren initierar till fördel för den slutgiltiga köparen. Detta kan t.ex. ordnas m.h.a. externa konsulter såsom KPMG, bl.a. för att undvika okontroll och att för många personer inblandas. Ansvaret här går alltså till köparna. Förfarandet omfattas vanligtvis av ett NDA-avtal och strävar efter att först samla indicitive bids. Förfarandet avslutas med ett final bid och knyts samman av ett SPNA-avtal, i vilket små justeringar ännu kan förekomma innan det slutligen undertecknas.

Då det gäller företagsköp eller –försäljning är det vanligtvis själva värderingen av företaget som utgör grunden för priset mellan köparen och säljaren. Vanligtvis börjar värderingsprocessen redan i ett tidigt skede, för att snabbt kunna få fram ett ungefärligt erbjudande. Innan affärsförhandlingarna framskridit till det kommande köpepriset, har försäljaren kanske brist på information att basera värderingen på. Ofta är det bara den

offentliga och ganska begränsade informationen som finns att tillgå. Due diligence spelar en central roll i ett företags värdering i detta skede, för att kunna ta fram de centrala faktorerna som påverkar affärspriset samt möjliga tillkommande risker. Ett typiskt fall är enligt Granvik nettoskulder, t.ex. banklån, kapitallån eller pensionsansvar. I fallet av ett pensionsansvar kategoriseras det vanligen i två: bestämd utbetalning (defined contribution) och pensionsförmån (defined benefit), vilka inte behöver synas i bokslutet (möjligen i fotnoterna). Det handlar alltså om att räkna ut nuvärdet på framtida betalningsansvar, t.ex.  $12\,000 \text{ €}/\text{år} \times 45 \text{ år} = 540\,000 \text{ euro}$ . Det är därför due diligence och själva värderingsprocessen alltid bör höra ihop med varandra. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 119).

Företaget som ska köpas bör granskas från ekonomisk, strategisk och operativ synvinkel för att investeraren ska kunna få en bra helhetsbild av faktorerna som påverkar priset. Därtill hör att utvärdera företagets affärsidé, strategi, organisation, marknad och tidigare bokslut samt jämföra det mot de främsta konkurrenterna. Till värderingskalkylerna behövs även information om företagets viktigaste intressenter och allmän ekonomi. Genom denna helhetsbild är det möjligt att bilda sig en uppfattning om företagets value drivers, till verksamheten hörande osäkerhet samt göra prognoser för företagets framtida utveckling. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 119).

För köparens del finns det även flera faktorer som märkbart kan påverka värdet, bl.a. synergieffekter från integrering av verksamheten, skattemässiga förhållanden samt hur affärens redovisning utförs. På grund av det stora antalet påverkande faktorer, utförs ofta flera olika värderingar för andra ändamål, bl.a. planering av integreringen av det nya företaget i den övriga verksamheten, att bedöma olika finansierings- och struktureringsalternativ, samt hur köpet redovisningsmässigt kan påverkas av anskaffningsutgifter, risk för värdeminskning eller resultatpåverkan. Detta gäller främst företag som använder sig av IFRS-standard, d.v.s. den internationella bokslutsstandarden. Enligt Granvik har den tillämpade redovisningsstandarden direkt inverkan på värdet, beroende på om t.ex. finländsk eller amerikansk standard används. Ett nyckelord här är s.k. deal breakers, d.v.s. faktorer som kan ha så negativ inverkan på endera parten så affärsförhandlingarna avbryts. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 119-120).



Figur 3. Due diligence-processen steg för steg. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 26).

Efter de första kontakterna och träffarna, bestäms projektets konfidentialitet och hemlighet i ett skilt sekretessavtal (NDA). Detta fastslås under företagsaffärsförhandlingar enligt one-on-one eller exclusive-modell, d.v.s. bilateralt. Sekretessavtalet innehåller vanligtvis bestämmelser om vilken information som får ges ut till allmänheten om affären och självla förhandlingarnas påbörjande i sin helhet. Avtalet omfattar även alla rådgivare och konsulter, vars underskrift ofta behövs för att bekräfta förståelsen för avtalets centrala villkor. Då och då kan det bestämmas i avtalet att köparen måste beställa en skadeståndssumma till köparen för brytande mot sekretessen. Det är förstås inte önskvärt ur köparens synvinkel, varför denna hellre ska komma överens om sanktioner i senare

skede, då ett skadestånd egentligen är befogat först när säljaren kan påvisa någon riktig skada p.g.a. av brytandet. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 28).

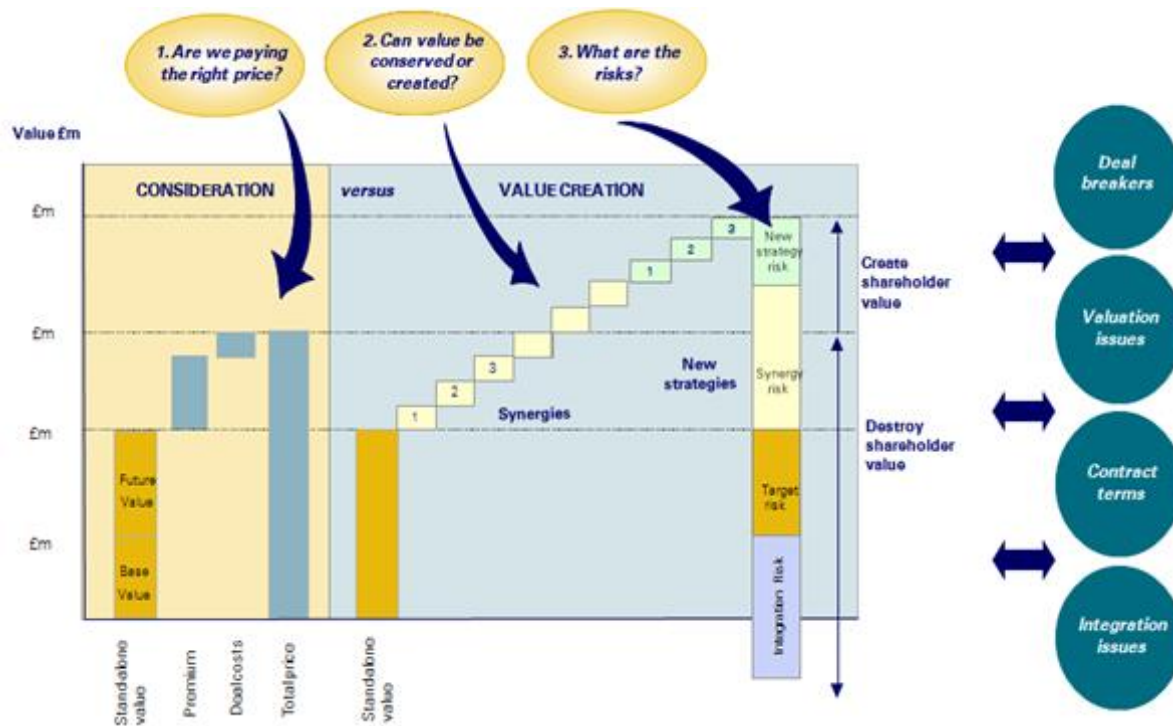
### 3.1 Värdestrukturen i företagsaffären

Eftersom de olika parternas syn på företagsvärdet under affärsförhandlingarna kan avvika avsevärt från varandra, är själva värdet en väldigt subjektiv uppfattning. Förhandlingarna tar sig ofta uttryck i form av ett köpekontrakt kallat SPA-avtal, bl.a. för definieringen av själva köpeskillingen. Due diligence producerar objektiv information och slutsatser både för köparens och säljarens del, varför det också kan underlätta att få de olika uppfattningar om värdet närmare varandra. Något som av Granviks erfarenhet har stor inverkan på både affärspris och -villkoren är belägg i form av garantier och intygan (reps & warranties). Olika indikationer för garantier kan göras i köpekontraktet, t.ex. så enkelt som att bolaget som säljs är ett finländskt aktiebolag, men kan också inkludera mera specificerade risker. En tumregel enligt Granvik är: ju mindre garantier som ges, desto mera due diligence behövs. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 120).

För köparens del innebär ofta det nya företags värde en del av en större affärsverksamhet, som även ska medföra bidragande synergieffekter och värdeökning i enlighet med nya strategier och omorganiseringar. Enligt Tomas Granvik ska synergieffekter och prispremier stödas av en motiverad värdeökning. Ett färskt exempel på detta är affären mellan de sociala mediabolagen Facebook och WhatsApp, då Facebook betalat ca 19 miljarder USDollar för det mycket populära och avgiftsfria mediabolaget, trots att inga klara idéer om hur investeringen ska betala tillbaka sig finns. Följden av en dylik affär kan förenklat kategoriseras på två sätt: skapa aktievärde (create shareholder value) eller förstöra det (destroy shareholder value). Centrala frågeställningar i detta skede är:

1. Varför gör vi denna affär?
2. Betalar vi rätt pris?
3. Går det att skapa mervärde?
4. Kan verksamheten integreras?
5. Vad är riskerna?

Detta går enligt Granvik hand i hand med ett företags riskstrategier, bl.a. target risk, synergy risk och new strategy risk. Det är här den tidigare nämnda verksamhets- och strategianalysen kommer in i bilden. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 120, Business Insider 2014).



Figur 4. Värderstrukturen och centrala frågeställningar i värderingsprocessen. (KPMG 2014).

Om det finns flera köpkandidater, kan även deras syn på företagets värde variera kraftigt, eftersom alla har sin egen typ av strategi och förväntade synergieffekter. Det är viktigt att kritiskt granska dessa effekter och förändringar eller omorganiseringar i den egna affärsverksamheten, eftersom det är osäkert hur stort mervärde de tillför. Säljarens utgångspunkt för värderingen av sitt företag är värdet för en självständig företagsverksamhet – men försöker tillika få det högsta möjliga priset. Köparen är sällan villig att betala fullt pris för företaget, oberoende av vilka potentialer det medför, men får ofta betala en premie på själva företagsvärdet. Enligt Granvik är det vanligt att ha ett s.k. låst värde med huvudägarna i affärsförhandlingarna och köpbrevet, t.ex. till 1,10 euro per aktie, för att kunna begränsa det slutgiltiga affärspriset. Det är dock ganska vanligt att de mindre aktieägarna märker detta och inser en möjlighet till högre försäljningsvärde, vilket de också kräver i form av förhöjt pris per aktie, resulterande i just en premie ovanpå grundpriset. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 120).

Andra faktorer som påverkar det slutliga priset kan vara: försäljning enligt anbudsförfarande, generationsskifte eller tvångsförsäljning. Storleken på företaget, den strategiska betydelse företaget har gentemot konkurrenterna och den egentliga ägarandelen som köps, d.v.s. bestämmanderätt eller minoritetsandel, är också betydande. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 121).



Figur 5. Värdepåverkande faktorer i samband med värderingsprocessen. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 122).

## 4 Kvalitativ undersökning/resultatredovisning

I det här kapitlet värderas de två olika företagen Sotkamo Silver och Talvivaara som är objekt för fallstudien genom värderingsmetoderna: substansbaserad, kassaflödesbaserad och marknadsbaserad värdering. Värderingsmetoderna tillämpas på årsredovisningen från år 2012 för respektive företag och utförs i enlighet med den i arbetet behandlade teorin.

### 4.1 Metodbeskrivning

Arbetet har utförts som en kvalitativ jämförande flerfallsstudie, då syftet har varit att på ett teoretiskt plan kunna värdera två företag inom samma bransch. Teorin som hämtats ur



böcker, tidsskrifter och olika hemsidor stöds av två intervjuer utförda med experter inom ämnet i fråga.

Till först har tillräcklig teoretisk kunskap om ämnet företagsvärdering (med tyngpunkt på de tre värderingsmodellerna) insamlats, från flera olika böcker, finansiella tidsskrifter samt utvalda hemsidor för värdering, redovisning och företag.

Till näst har de två ovannämnda företagen, d.v.s. Talvivaara Kaivososakeyhtiö Oyj och Sotkamo Silver AB (koncernen), som är föremål för fallstudien, valts med avsikt utgående från deras verksamhet inom samma bransch (gruvbranschen) och deras avvikande storlek.

Som tredje steg har forskningsfrågorna formulerats: Vad är värdet på Talvivaara Kaivososakeyhtiö Oyj och Sotkamo Silver AB? Stödfrågorna har hjälp till att analysera detta mera ingående: Hur skiljer sig värdet mellan bolagen? Vilka är orsakerna till avvikelser i värdet?

Som fjärde steg har intervjuerna på KPMG och Nordea utförts.

Som femte steg har insamlad data iform av boksluten från år 2012 för företagen Sotkamo Silver och Talvivaara analyserats.

Som sjätte steg har själva värderingen utförts; substansbaserad, marknadsbaserad och kassaflödesbaserad värdering.

Som sjunde steg analyseras resultaten och granskas kritiskt.

## **4.2 Presentation av företagen Talvivaara och Sotkamo Silver**

Talvivaara Osakeyhtiö Oyj är ett finländskt gruvbolag med säte i Sotkamo, Kajanaland i mellersta Finland, som började sin verksamhet år 2003. Gruvbolaget är av stor internationell betydelse, vars huvudsakliga produktion är inom nickel och zink och är noterat både på London Stock Exchange (Main Board) och Nasdaq OMX Helsinki. I december år 2012 hade företaget ännu 588 anställda (nuvarande antal är lägre).

Tabell 3. Nyckeltal för företagen år 2012. (företagens verksamhetsberättelse 2012).

Nyckeltal för år 2012 MEUR	Talvivaara	Sotkamo Silver
Omsättning	142,9	0,10 (909 000 SEK)
Rörelseresultat	83,6	0,92 (7 977 156 SEK)
Periodens förlust	103,9	0,68 (-5 888 233 SEK)
CAPEX	97,5	4,7 (40 637 448 SEK)
Nettoskuld	563,8	2,07 (17 873 806 SEK)
Pengamedel	36,1	5,09 (43 939 498 SEK)
Antal anställda vid årets slut	588 pers.	11 pers.

Sotkamo Silver-koncernen består av moderbolaget Sotkamo Silver AB och det helägda dotterbolaget Sotkamo Silver Oy, verksamma sedan år 2006. Koncernen utvinner huvudsakligen silver, guld och zink i de nordiska länderna. Det svenska moderbolaget har sitt säte i Stockholm. Dotterbolaget är som namnet antyder också det verksamt i Sotkamo i mellersta Finland, vars huvudsakliga projekt är silvergruvan i Taivaljärvi. Bolaget är också noterat på Nasdaq OMX Helsinki samt NGM Equity-börsen.

### 4.3 Substansbaserad värdering

Substansbaserad värdering syftar alltså till att utreda värdet på eget kapital, d.v.s. skillanden mellan företagets tillgångar och skulder. Det bokförda värdena från balansräkningen används som utgångspunkt, även om posternas gängse värde kan avvika i värde. Balansräkningens värden ska egentligen korrigeras för att kunna räkna ut det rätta substansvärdet. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 129).

Substansvärderingsmetoden passar bra för att värdera kapitalintensiva företag, då det som namnet antyder utreder substans, d.v.s. tangibla tillgångar, inte immateriella sådana. I detta fall passar metoden också bra av den orsak att båda värderingsobjekten är väldigt kapitalintensiva företag och att bokslutsuppgifterna från 2012 är från en tidsperiod drabbad av recession. I synnerhet för Talvivaaras del var verksamhetsåret 2012 drabbat av olika naturartade bakslag och således ekonomiska sådana, eftersom denna metod är bra att tillämpa just under svåra förhållanden. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 129).

Tabell 3. Uträkningar över Talvivaaras och Sotkamo Silvers substansvärde angivet i SEK och tusen EUR för verksamhetsåret 2012.

Substansvärde	Sotkamo Silver		Talvivaara
	(SEK)	(1000 EUR)	(1 000 EUR)
Anläggningstillgångar	87 518 135	(10 156)	886 816
Omsättningstillgångar	43 939 498	(5 099)	373 973
<b>Tillgångar sammanlagt</b>	<b>131 457 633</b>	<b>(15 256)</b>	<b>1 260 788</b>
Långfristiga skulder	8 004 354	(928)	783 393
Kortfristiga skulder	9 869 452	(1 145)	170 643
Minoritetsandelar	-		10 392
<b>Skulder sammanlagt</b>	<b>17 873 806</b>	<b>(2 074)</b>	<b>954 037</b>
<b>Substansvärde</b>	<b>113 583 827</b>	<b>(13 075)</b>	<b>306 751</b>
Aktieantal	14 152 856 (st)		272 309 640 (st)
<b>Substansvärde/aktie</b>	<b>8,025</b>	<b>(0,923 EUR)</b>	<b>1,126 (EUR)</b>

I tabellen ovan finns en förenklad substansbaserad värdering som utgår från Sotkamo Silvers och Talvivaaras koncerns balansposter från år 2012, utan korrigeringar till gängse värde. Långfristiga tillgångar, d.v.s. anläggningstillgångar adderat med kortfristiga tillgångar, d.v.s. omsättningstillgångar ger det totala värdet på tillgångar. Långfristiga skulder, kortfristiga skulder samt möjliga minoritetsandelar i andra företag ger de totala skulderna. Genom att subtrahera de totala skulderna från de totala tillgångarna fås substansvärdet. Genom att dividera det hela företagets substansvärde med antal aktier fås substansvärdet per aktie.

För Sotkamo Silvers del fanns bara bokslutsuppgifter uttryckta i SEK (svenska kronor), varför posternas värden har konverterats till ”tusent euro” för att underlätta jämförelsen mellan företagen. Valutakursen som använts vid konverteringen från SEK till EUR är genomsnittskursen som använts på balansdagen, angiven i årsberättelsen som 8,6166. Balansvärdena i SEK har alltså dividerats med valutakursen, varefter respektive värde i EUR angivits i närmaste tusental. Värdena har avrundats igen för att underlätta jämförelsen och p.g.a. att alla bokslutposter i Talvivaaras bokslut fanns angivna i närmaste tusental.

#### 4.4 Marknadsbaserad värdering

Den marknadsbaserade metoden syftar alltså till att utreda värdet på ett företag genom att utnyttja värden från peers och transactions, tillsammans med en värderingsfaktor. Jämförelseobjekten kan uppgå till ett kluster på så många som 20-30 stycken. Värderingsfaktorerna för jämförelseföretag fås genom att proportionera bokslutsposter, t.ex. omsättning, täckningsbidrag, rörelseresultat, resultat eller bokföringsvärde av eget kapital till företagsvärdet eller aktiestockens marknadsvärde. På motsvarande sätt proportioneras affärspriset till målföretagets resultat- och balansposter om referensaffärer används. Den flitigt använda P/E-multipeln anger aktiestockens marknadsvärde genom att dividera densamma med företagets resultat. EBITDA används ofta som en medianmultipel via värdebestämning med företagsvärde som referens. (Bäck, Karsio, Markula & Palmu 2009, s. 127).

Tabell 4. Resultat, resultat per aktie, aktievärde och -antal för samtliga tre företag år 2012.

Marknadsbaserad värdering 2012	Resultat	Resultat/aktie	Värde/aktie vid periodens slut	Akriteantal	P/E
Endomines (EUR)	2 861 917(24 660 000 SEK)	0,038 (0,33 SEK)	0,466 (4,02 SEK)	79 441 625	12,26
Talvivaara (EUR)	-103 910 000	-0,38	1,24	272,309,640	
Sotkamo Silver (EUR)	-683 359 (-5 888 233 SEK)	-0,055 (-0,48 SEK)	1,66	14 152 856	

I tabellen ovan finns nödvändiga värden angivna för att räkna ut P/E-multipeln, som möjliggör vidare värdebestämning. För att kunna bestämma ett värde på Talvivaara och Sotkamo Silver enligt denna metod, används ett tredje företag inom samma bransch, Endomines AB, som referensföretag. Endomines AB har precis som Sotkamo Silver AB sitt säte i Stockholm med ett finländskt dotterbolag, Endomines Oyj, som utviner guldmineral i Östra Finland. Bolaget är noterat på Nasdaq OMX Stockholm och Helsinki. Som referens används också Endomines bokslutsuppgifter från år 2012 (hela koncernens). Eftersom Endomines bokslutsuppgifter bara finns angivna i SEK, konverteras dessa till EUR enligt samma valutakurs som tidigare använts, d.v.s. 8,6166, för att få jämförbara värden. (Endomines 2014).

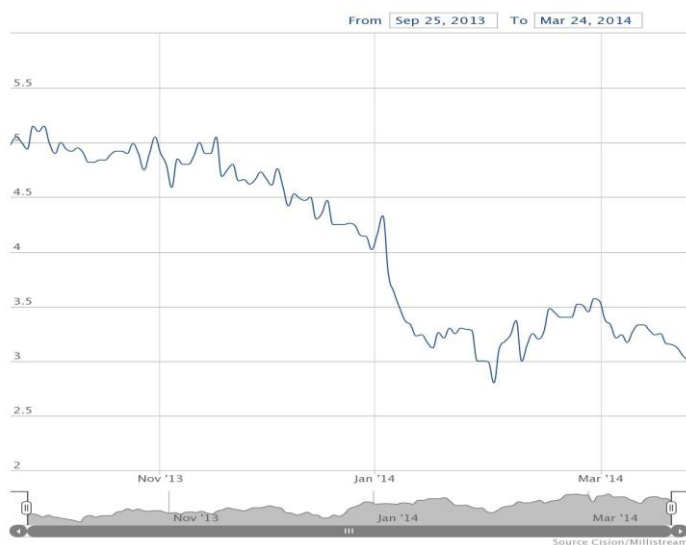
I tabellen har P/E-värdet räknats per aktie: aktiekursen dividerat med resultatet per aktie, vilket ger värdet 12,26. Med detta värde kan equity value räknas för Sotkamo Silver och Talvivaara enligt ekvationen nedan. (Kallunki & Niemelä 2012, s. 192-193)

Målföretagets värdet på eget kapital: P/E-värde x E (nettoresultat) = P

Talvivaara:  $12,26 \times (-103\,910\,000) = -1\,273\,936\,600 \text{ €}$

Sotkamo Silver:  $12,26 \times (-683\,359) = -8\,377\,981,34 \text{ €}$

Eftersom båda företagens nettoresultat varit negativt för år 2012, ger P/E-värdet ett missvisade värde av det egna kapitalet. Enligt företagens bokslut är det angivna värdet på eget kapital  $1,11 \text{ €} \times 272\,309\,640 \text{ aktier} = 302\,263\,700,4 \text{ €}$  för Talvivaara respektive  $0,93 \text{ €}$  ( $8,03 \text{ SEK}$ )  $\times 14\,152\,856 = 13\,162\,156,08 \text{ €}$  ( $113\,583\,827 \text{ SEK}$ ) för Sotkamo Silver.



Figur 6. Endomines aktiekurs noterad till 4,02 SEK 30.12.2013. (Endomines 2014).

Figuren ovan visar kursen för Endomines aktie på Nasdaq OMX Stockholm från Oktober 2013 till 24 mars 2014. Den sista dagen för aktienotering år 2013 var måndagen 30.12, då den noterades till 4,02 SEK. Efter det talar aktiekurvan sitt tydliga språk och har dykt väldigt kraftigt. (Endomines 2014).

## 4.5 Kassaflödesbaserad värdering

Tabellerna nedan är gjord enligt DCF-modellen från Företagsvärdering.org och visar utvecklingen för Talvivaars verksamhet från åren 2009-2012 samt de centralaste nyckeltalen som behövs för att räkna ut det fria kassaflödet. En procentuell förändring i nyckeltalen mellan åren är viktig för att lära känna målföretaget se vilka marginaler det tidigare haft, som kan användas som grund för de framtida prognoserna.

Steg ett (tabell 6) visar de historiska värdena som skrivits in i modellen, d.v.s. omsättning, totala kostnader, avskrivningar, rörelseresultat samt skatter. Först har tillväxtprocenten mellan åren räknats ut, ex.  $152/8-1 = 1926,7\%$ . Sedan har EBITDA angivits, varefter EBITDA-marginalen räknades genom att dividera EBITDA-posten med omsättningen för respektive år. Avskrivningens procentuella andel av omsättningen räknas genom att dividera avskrivningar med omsättningen för året. Därefter anges EBIT som utgörs av rörelseresultatet efter avskrivningar och värdeminskningar samt betalade skatter.

Tabell 6. DCF-metoden, steg 1, historiska värden.

(in million EUR)	Talvivaara Actual				(in million SEK)	Sotkamo Silver Actual			
	2009	2010	2011	2012		2009	2010	2011	2012
Sales	8	152	231	142	Sales	0,221	0,129	0,110	0,909
% growth		1926,7%	52,0%	-38,5%	% growth		-41,6%	-14,7%	726,4%
Total costs	-164	-198	-253	-272	Total costs	-0,312	-9,606	-9,10	-8,65
% sales	2186,7%	130,3%	109,5%	191,5%	% sales	141,2%	7446,5%	8268,2%	951,6%
<b>EBITDA</b>	<b>-26</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>-30</b>	<b>EBITDA</b>	<b>-0,09</b>	<b>19,27</b>	<b>-8,99</b>	<b>-7,75</b>
% margin	-346,7%	0,4%	6,8%	-21,1%	% margin	-41,5%	14940,3%	8170,0%	852,3%
Depreciation & Amortization:	-37	-51	-46	-53	Depreciation & Amortization:	-0,007	-0,342	-0,275	-0,230
% sales	493,3%	33,6%	19,9%	37,3%	% sales	3,1%	265,1%	250,0%	25,3%
<b>EBIT</b>	<b>-63</b>	<b>-50</b>	<b>-30</b>	<b>-83</b>	<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>19</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>
Taxes (30%)	-20	-3	-17	-25	Taxes (30%)	0,000	0,000	0,000	-0,340

Steg två (tabell 7 och 8) visar rörelsekapitalet för varje år. Kortfristiga fordringar (kundfordringar, inventarier, förutbetalda kostnader och upplupna intäkter och övrigt) samt kortfristiga skulder (leverantörsskulder, upplupna kostnader, förskott från kunder, skatteskulder och övrigt) anges. Differensen av de totala kortfristiga tillgångarna och fordringarna bildar tillsammans NWC. Den procentuella andelen för NWC av

omsättningen räknas t.ex.  $275/8 = 3662\%$  och underlättar bedömningen av framtida rörelsekapitalbehov. (Företagsvärdering.org 2014).

Tabell 7. DCF-metoden steg 2, historiskt rörelsekapital för Talvivaara.

Increase/Decrease in NWC		<b>-446</b>	<b>497</b>	<b>21</b>	
<b>Unlevered Free Cash Flow</b>		<b>-564</b>	<b>416</b>	<b>-132</b>	
<i>(in million EUR)</i>					
<b>Net Working Capital</b>		<b>2009</b>	<b>Actual 2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Account receivables		19	61	69	40
Inventory		110	175	240	298
Prepaid expenses and other		253	647	40	36
<b>Total Current Assets</b>		<b>382</b>	<b>883</b>	<b>349</b>	<b>374</b>
% sales		5093,9%	581,2%	151,3%	263,2%
Account payable					
Accrued Liabilities					
Other Current Liabilities					
<b>Total Current Liabilities</b>		<b>-107</b>	<b>-163</b>	<b>-125</b>	<b>-171</b>
% sales		1431,6%	107,0%	54,3%	120,2%
<b>Net Working Capital</b>		<b>275</b>	<b>721</b>	<b>224</b>	<b>203</b>
% sales		3662 %	474 %	97 %	143 %

Tabell 8. DCF-metoden steg 2, historiskt rörelsekapital för Sotkamo Silver.

Increase/Decrease in NWC		<b>-19</b>	<b>8</b>	<b>-16</b>	
<b>Unlevered Free Cash Flow</b>		<b>9</b>	<b>14</b>	<b>-8</b>	
<i>(in million SEK)</i>					
<b>Net Working Capital</b>		<b>2009</b>	<b>Actual 2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Account receivables		0,01	0,56	0,58	0,61
Inventory		0,00	0,00	0,00	0,00
Prepaid expenses and other		0,05	21,35	15,69	43,33
<b>Total Current Assets</b>		<b>0,06</b>	<b>21,91</b>	<b>16,28</b>	<b>43,94</b>
% sales		28,4%	16983,7%	14795,5%	4833,7%
Account payable		0,008	2,17	2,04	8,17
Accrued Liabilities		0,57	1,61	3,59	1,38
Other Current Liabilities		0,004	0,11	0,27	8,33
<b>Total Current Liabilities</b>		<b>-0,58</b>	<b>-3,89</b>	<b>-5,89</b>	<b>-17,87</b>
% sales		263,3%	3015,5%	5358,2%	1965,9%
<b>Net Working Capital</b>		<b>-0,52</b>	<b>18,02</b>	<b>10,38</b>	<b>26,07</b>
% sales		-235 %	13968 %	9437 %	2868 %

Steg tre (tabell 9) innebär att uppgöra framtida prognoser för målföretaget. Historiska värden, ledningens prognos, finansiella mål, analytikerprognoser och branschens långsiktiga lönsamhet kan påverka prognoserna. Omsättningens tillväxt i framtiden

bedöms vanligen utgående från den historiska utvecklingen och t.ex. finansiella målsättningar. Eftersom båda företagens verksamhet och därmed omsättning under åren 2009-2012 fluktuerat väldigt kraftigt, görs ett antagande på 4,5 % tillväxt för medellångt tidsintervall. Omsättningens genomsnitt har varierat så kraftigt, vilket antagligen skulle leda till missvisande prognoser, varför det inte används här. EBITDA-marginalen räknades som genomsnitt av åren 2010-2012, då den avvek så kraftigt år 2009. Framtida procentuella avskrivningar av omsättningen är genomsnittet av de fyra föregående åren. Skattesatsen för Talvivaara har varit 30 % och hålls i exemplet på samma nivå för kommande år. Genom att se CAPEX i förhållande till omsättningen underlättas bedömningen av framtida investeringsbehov och anges som medelvärde av de gångna åren. (Företagsvärdering.org 2014).

Tabell 9. DCF-metoden steg 3, framtida prognoser för Talvivaara och Sotkamo Silver.

(in million)	Talvivaara forecast period					Sotkamo Silver forecast period				
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
Sales	148	155	162	169	177	1	1	1	1	1
% growth	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Total costs	-155	-162	-170	-177	-185	-13	-14	-14	-15	-16
% sales	104,6%	104,6%	104,6%	104,6%	104,6%	-1369,2%	-1369,2%	-1369,2%	-1369,2%	-1369,2%
<b>EBITDA</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
% margin	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	1469,2%	1469,2%	1469,2%	1469,2%	1469,2%
Depreciation & Amortization:	-45	-47	-49	-51	-54	-1	-1	-1	-1	-2
% sales	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	135,9%	135,9%	135,9%	135,9%	135,9%
<b>EBIT</b>	<b>-52</b>	<b>-54</b>	<b>-57</b>	<b>-59</b>	<b>-62</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>15</b>
Taxes (30%)	-13	-13	-14	-14	-15	-3	-3	-4	-4	-4
Capex	-89	-93	-97	-101	-106	71	74	77	80	84
% sales	59,7%	59,7%	59,7%	59,7%	59,7%	-7425,2%	-7425,2%	-7425,2%	-7425,2%	-7425,2%
Increase/Decrease in NWC	-150	-16	-17	-17	-18	-57	-4	-4	-4	-4
<b>Unlevered Free Cash Flow</b>	<b>65</b>	<b>-102</b>	<b>-107</b>	<b>-112</b>	<b>-117</b>	<b>24</b>	<b>81</b>	<b>85</b>	<b>89</b>	<b>93</b>
WACC	5,8 %, 11,9 %									
Discount Period	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Discount Factor	0,97	0,92	0,87	0,82	0,77	0,95	0,85	0,76	0,68	0,60
<b>Present value of free cash flow</b>	<b>63</b>	<b>-94</b>	<b>-93</b>	<b>-92</b>	<b>-91</b>	<b>23</b>	<b>69</b>	<b>64</b>	<b>60</b>	<b>56</b>

I steg fyra (tabell 10 och 11) ska det fria kassaflödet räknas ut. Ett medeltal för de totala kortfristiga fordringarna och skulderna i förhållande till omsättningen anges utgående från



de senaste tre åren, igen för att undvika för stor variation p.g.a. 2009 års höga värden. Därefter har NWC räknats ut för de kommande åren som differens mellan framtida kortfristiga tillgångar och skulder. Förhållandet till omsättningen har räknats ut som tidigare (NWC delat med omsättning). (Företagsvärdering.org 2014).

Tabell 10. DCF-metoden steg 4, uträkning av fritt kassaflöde för Talvivaara.

(in million EUR) Net Working Capital	Actual				Forecast period				
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Account receivables	19	61	69	40					
Inventory	110	175	240	298					
Prepaid expenses and other	253	647	40	36					
<b>Total Current Assets</b>	<b>382</b>	<b>883</b>	<b>349</b>	<b>374</b>	<b>492</b>	<b>515</b>	<b>538</b>	<b>562</b>	<b>587</b>
% sales	5093,9%	581,2%	151,3%	263,2%	331,9%	331,9%	331,9%	331,9%	331,9%
Account payable									
Accrued Liabilities									
Other Current Liabilities									
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>-107</b>	<b>-163</b>	<b>-125</b>	<b>-171</b>	<b>-139</b>	<b>-145</b>	<b>-152</b>	<b>-159</b>	<b>-166</b>
% sales	1431,6%	107,0%	54,3%	120,2%	93,8%	93,8%	93,8%	93,8%	93,8%
<b>Net Working Capital</b>	<b>275</b>	<b>721</b>	<b>224</b>	<b>203</b>	<b>353</b>	<b>369</b>	<b>386</b>	<b>403</b>	<b>421</b>
% sales	3662 %	474 %	97 %	143 %	238 %	238 %	238 %	238 %	238 %

Tabell 11. DCF-metoden steg 4, uträkning av fritt kassaflöde för Sotkamo Silver.

(in million SEK) Net Working Capital	Actual				Forecast period				
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Account receivables	0,01	0,56	0,58	0,61					
Inventory	0,00	0,00	0,00	0,00					
Prepaid expenses and other	0,05	21,35	15,69	43,33					
<b>Total Current Assets</b>	<b>0,06</b>	<b>21,91</b>	<b>16,28</b>	<b>43,94</b>	<b>116</b>	<b>121</b>	<b>127</b>	<b>132</b>	<b>138</b>
% sales	28,4%	16983,7%	14795,5%	4833,7%	12204,3%	12204,3%	12204,3%	12204,3%	12204,3%
Account payable	0,008	2,17	2,04	8,17					
Accrued Liabilities	0,57	1,61	3,59	1,38					
Other Current Liabilities	0,004	0,11	0,27	8,33					
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>-0,58</b>	<b>-3,89</b>	<b>-5,89</b>	<b>-17,87</b>	<b>-33</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>	<b>-37</b>	<b>-39</b>
% sales	263,3%	3015,5%	5358,2%	1965,9%	3446,5%	3446,5%	3446,5%	3446,5%	3446,5%
<b>Net Working Capital</b>	<b>-0,52</b>	<b>18,02</b>	<b>10,38</b>	<b>26,07</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>91</b>	<b>95</b>	<b>99</b>
% sales	-235 %	13968 %	9437 %	2868 %	8758 %	8758 %	8758 %	8758 %	8758 %

I tabellerna 12 och 13 nedan syns att förändringar i NWC påverkar det fria kassaflödet och används för uträkningen. Förändringen i NWC mellan åren (t.ex. 2010 och 2011) används i

kassaflödet för 2011, genom att NWC år 2011 subtraheras med NWC från 2010, vilket uträknas på samma sätt för prognosperioden. (Företagsvärdering.org 2014).

Tabell 12. DCF-metoden steg 4, förändring i NWC för Talvivaara.

(in million)	Actual					Forecast period				
	2009	2010	2011	2012		2013	2014	2015	2016	2017
Sales	8	152	231	142		148	155	162	169	177
% growth		1926,7%	52,0%	-38,5%		4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Total costs	-164	-198	-253	-272		-155	-162	-170	-177	-185
% sales	2186,7%	130,3%	109,5%	191,5%		104,6%	104,6%	104,6%	104,6%	104,6%
<b>EBITDA</b>	<b>-26</b>	<b>1</b>	<b>16</b>	<b>-30</b>		<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
% margin	-346,7%	0,4%	6,8%	-21,1%		-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%	-4,6%
Depreciation & Amortization:	-37	-51	-46	-53		-45	-47	-49	-51	-54
% sales	493,3%	33,6%	19,9%	37,3%		30,3%	30,3%	30,3%	30,3%	30,3%
<b>EBIT</b>	<b>-63</b>	<b>-50</b>	<b>-30</b>	<b>-83</b>		<b>-52</b>	<b>-54</b>	<b>-57</b>	<b>-59</b>	<b>-62</b>
Taxes (30%)	-20	-3	-17	-25		13	13	14	14	15
Capex	-119	-116	-79	-98		-89	-93	-97	-101	-106
% sales		76,1%	34,2%	68,7%		59,7%	59,7%	59,7%	59,7%	59,7%
Increase/Decrease in NWC		<b>-446</b>	<b>497</b>	<b>21</b>		<b>-150</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>
<b>Unlevered Free Cash Flow</b>		<b>-564</b>	<b>416</b>	<b>-132</b>		<b>65</b>	<b>-102</b>	<b>-107</b>	<b>-112</b>	<b>-117</b>

Tabell 13. DCF-metoden steg 4, förändring i NWC för Sotkamo Silver.

(in million SEK)	Actual				CAGR (09 - 12)	Forecast period				
	2009	2010	2011	2012		2013	2014	2015	2016	2017
Sales	0,221	0,129	0,110	0,909	60 %	1	1	1	1	1
% growth		-41,6%	-14,7%	726,4%		4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Total costs	-0,312	-9,606	-9,10	-8,65	203 %	-13	-14	-14	-15	-16
% sales	141,2%	7446,5%	8268,2%	951,6%		1369,2%	1369,2%	1369,2%	1369,2%	1369,2%
<b>EBITDA</b>	<b>-0,09</b>	<b>19,27</b>	<b>-8,99</b>	<b>-7,75</b>	339 %	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>17</b>
% margin	-41,5%	14940,3%	-8170,0%	-852,3%		1469,2%	1469,2%	1469,2%	1469,2%	1469,2%
Depreciation & Amortization:	-0,007	-0,342	-0,275	-0,230		-1	-1	-1	-1	-2
% sales	3,1%	265,1%	250,0%	25,3%		135,9%	135,9%	135,9%	135,9%	135,9%
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>19</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	333 %	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>15</b>
Taxes (30%)	0,000	0,000	0,000	-0,340		-3	-3	-4	-4	-4
Capex	-1,792	7,913	15,825	15,955		71	74	77	80	84
% sales		-6134,1%	14386,4%	1755,2%		-7425,2%	-	-	-	-
Increase/Decrease in NWC		<b>-19</b>	<b>8</b>	<b>-16</b>		<b>-57</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
<b>UFCF</b>		<b>9</b>	<b>14</b>	<b>-8</b>		<b>24</b>	<b>81</b>	<b>85</b>	<b>89</b>	<b>93</b>

Steg 5 innebär att bestämma kapitalstruktur och levered beta. Eftersom det vid analysen inte fanns någon tillgång till databaser för att få fram dessa detaljerade nyckeltal, räknas värdena manuellt. Först räknas equity to total capitalization genom att dividera företagets marknadsvärde (se marknadsbaserad värdering tabell 5) med totala tillgångar. Debt to total capitalization räknas t.ex. med formeln  $1-24\% = 76,0\%$  för Talvivaara. Debt to equity ratio räknas som totala skulder delat med totalt capital. (Företagsvärdering.org 2014).

För att bestämma levered beta har ”Betas by Sector”-registret använts, där olika branschers specifika beta finns (se länk i källförteckning). Metall- och gruvindustrins beta är angivet till 1,26, varför det används för båda företagen. (Företagsvärdering.org 2014).

Tabell 14. DCF-metoden steg 5, kapitalstruktur och levered beta för Talvivaara och Sotkamo Silver.

Talvivaara		Sotkamo Silver	
Input		Input	
<b>Wacc Calculation</b>		<b>Wacc Calculation</b>	
<b>Target Capital Structure (1)</b>		<b>Target Capital Structure (1)</b>	
Debt to Total Capitalization	76,0%	Debt to Total Capitalization	13,6%
Equity to Total Capitalization	24 %	Equity to Total Capitalization	86 %
Debt to Equity Ratio	311,0%	Debt to Equity Ratio	15,7%
<b>Cost of Equity</b>		<b>Cost of Equity</b>	
Risk-free rate (2)	2,32%	Risk-free rate (2)	2,32%
Market risk Premium (3)	5,50%	Market risk Premium (3)	5,50%
Levered Beta (4)	1,26	Levered Beta (4)	1,26
Size Premium (5)	0,7%	Size Premium (5)	3,8%
<b>Cost of Equity</b>	<b>10,0%</b>	<b>Cost of Equity</b>	<b>13,1%</b>

Steg sex (tabellerna 14 och 15) innebär att räkna ut WACC. Risk-free rate har tagits från Fingrids årsberättelse år 2012, då den uppgick till 2,32 %. För att bestämma market risk premium användes Price Waterhouse Coopers (PWC) undersökning i marknadsriskpremien på den finländska aktiemarknaden år 2012, av vilken medianvärdet för 10 år på 5,50 % användes. (Företagsvärdering.org 2014).

Tabell 15. Uträkning av WACC för Talvivaara.

Talvivaara	
	Input
<b>Wacc Calculation</b>	
<b>Target Capital Structure (1)</b>	
Debt to Total Capitalization	76,0%
Equity to Total Capitalization	24 %
Debt to Equity Ratio	311,0%
<b>Cost of Equity</b>	
Risk-free rate (2)	2,32%
Market risk Premium (3)	5,50%
Levered Beta (4)	1,26
Size Premium (5)	0,7%
<b>Cost of Equity</b>	<b>10,0%</b>
<b>Cost of Debt</b>	
Cost of Debt	6,0%
Taxes	24,5%
<b>After Tax Cost of Debt</b>	<b>4,5%</b>
<b>WACC</b>	<b>5,8%</b>

(1) Obtained from Beta and Capital Structure tab

(2) Interpolated Yield on 10-year Treasury bond

(3) Obtained from PWC market risk study 2010

(4) Obtained from Beta and Capital Structure tab

(5) Obtained from PWC market risk study 2010

Tabell 16. Uträkning av WACC för Sotkamo Silver.

Sotkamo Silver	
	Input
<b>Wacc Calculation</b>	
<b>Target Capital Structure (1)</b>	
Debt to Total Capitalization	13,6%
Equity to Total Capitalization	86 %
Debt to Equity Ratio	311,0%
<b>Cost of Equity</b>	
Risk-free rate (2)	2,32%
Market risk Premium (3)	5,50%
Levered Beta (4)	1,26
Size Premium (5)	3,8%
<b>Cost of Equity</b>	<b>13,1%</b>
<b>Cost of Debt</b>	
Cost of Debt	6,0%
Taxes	26,30%
<b>After Tax Cost of Debt</b>	<b>4,4%</b>
<b>WACC</b>	<b>11,9%</b>

(1) Obtained from Beta and Capital Structure tab

(2) Interpolated Yield on 10-year Treasury bond

(3) Obtained from PWC market risk study 2012

(4) Obtained from Beta and Capital Structure tab

(5) Obtained from PWC market risk study 2012

I steg sju (tabellerna 17 och 18) nuvärdesberäknas kassaflödet genom diskontering med WACC. Vid bestämmande av diskonteringsfaktorn var utgångspunkten mid year discounting och går från 0,5 till 4,5. Diskonteringsperioden och WACC bestämmer tillsammans diskonteringsfaktorn enligt formeln:  $=1/((1+5,8\%)^G)$  eller  $(1/ (1+ 5,8\% ^{0,5}))$  för år 2013. Sedan används diskonteringsfaktorn för att nuvärdesberäkna kassaflödet för varje år (-226 till -91 MEUR) .

Tabell 17. Nuvärdesberäknat fritt kassaflöde för Talvivaara åren 2010-2017.

<b>Unlevered Free Cash Flow</b>	-564	416	-132	65	-102	-107	-112	-117	
WACC	5,8%								
Discount Period					0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Discount Factor					0,97	0,92	0,87	0,82	0,77
<b>Present value of free cash flow</b>					-63	-94	-93	-92	-91

Tabell 18. Nuvärdesberäknat fritt kassaflöde för Sotkamo Silver åren 2010-2017.

Unlevered Free Cash Flow	9	14	-8	24	81	85	89	93
WACC	11,9%							
Discount Period				0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Discount Factor				0,95	0,85	0,76	0,68	0,60
<b>Present value of free cash flow</b>				<b>23</b>	<b>69</b>	<b>64</b>	<b>60</b>	<b>56</b>

I steg åtta (tabell 19) uträknas terminal value, d.v.s. evighetsvärdet. Detta inverkar kraftigt på det kommande värdet och räknas med "gordons formel". I exceltabellen räknas det enligt formeln:  $-117 \times (1+2,0\%) / (5,8\% - 2,0\%) = -3\,112$  MEUR. Som perpetuity growth rate används i detta fall 2,0 % för båda företagen, med tanke på branschens ganska svaga utveckling. Implied exit multiple (det implicita värdet vid framtida försäljning) bör kännas rimlig och inte överstiga 11x. I detta fall överskrider Talvivaaras multipel denna gräns radikalt, medan Sotkamo Silvers är långt under. Present value of Terminal Value räknas genom diskonteringsfaktorn multiplicerat med Terminal Value. Terminal value sätts sedan i förhållande till Enterprise Value, t.ex.  $-2\,345 / 2940 = 80\%$ . Detta ska ange hur mycket av målföretagets värde ligger i framtiden och borde inte vara mycket mera än 60 %. Detta kan bero på en felaktig perpetuity growth rate. (Företagsvärdering.org 2014).

Tabell 19. Uträkning av Terminal Value (evighetsvärdet) för båda företagen.

Terminal Value Talvivaara		Terminal Value Sotkamo Silver	
Terminal Year Free Cash Flow	-117	Terminal Year Free Cash Flow	93
Perpetuity Growth Rate	2,0%	Perpetuity Growth Rate	2,0%
Terminal Year EBITDA	-8	Terminal Year EBITDA	17
Terminal Value	-3 116	Terminal Value	955
<b>Implied Exit Multiple</b>	<b>391,3x</b>	<b>Implied Exit Multiple</b>	<b>60,7x</b>
Discount Period	5,0	Discount Period	5,0
Discount Factor	0,8	Discount Factor	0,6
<b>Present Value of Terminal Value</b>	<b>-2 3485</b>	<b>Present Value of Terminal Value</b>	<b>545</b>
<i>% of Enterprise Value</i>	<i>88 %</i>	<i>% of Enterprise Value</i>	<i>67 %</i>

I steg nio (tabell 20) granskas ännu Enterprise Value. EV räknas genom att summera alla prognostiserade nuvärdesberäknade kassaflödesvärden (år 2013- 2017) och lägga till Present Value of Terminal Value. Företagets nettoskuld anges genom att räkna differensen på likvida medel och räntebärande skulder (från år 2012). Sedan anges också företagets totala antal aktier för det aktuella verksamhetsåret för att räkna ut det framtida värdet per aktie. (Företagsvärdering.org 2014).

Tabell 20. Enterprise Value EV för båda företagen.

Talvivaara		Sotkamo Silver	
	Output		Output
<b>Enterprise value</b>		<b>Enterprise value</b>	
Present value of Free Cash Flow	-306	Present value of Free Cash Flow	271
<b>Terminal Value</b>	-3 116	<b>Terminal Value</b>	955
Discount Factor	0,75	Discount Factor	0,57
<b>Present Value of Terminal Value</b>	<b>-2 348</b>	<b>Present Value of Terminal Value</b>	<b>545</b>
<i>% of Enterprise Value</i>	<i>88 %</i>	<i>% of Enterprise Value</i>	<i>67 %</i>
<hr/>		<hr/>	
<b>Enterprise value</b>	<b>-2 653</b>	<b>Enterprise value</b>	<b>816</b>
Less: Total debt	<b>492 079</b>	Less: Total debt	<b>17 873 806</b>
Plus: Cash and Cash Equi.	<b>34 486</b>	Plus: Cash and Cash Equi.	<b>41 177 619</b>
Net Debt	457 593	Net Debt	-23 303 813
<hr/>		<hr/>	
<b>Implied Equity Value</b>	<b>-460 246</b>	<b>Implied Equity Value</b>	<b>23 304 629</b>
Outstanding shares	<b>272 309 640</b>	Outstanding shares	<b>14 152 856</b>
<b>Implied share price</b>	<b>0,00</b>	<b>Implied share price</b>	<b>1,65</b>
<hr/>		<hr/>	
<b>Implied multiples</b>		<b>Implied multiples</b>	
Enterprise Value	-2 653	Enterprise Value	816
SALES 2010	148	SALES 2010	1
EBITDA 2010	-7	EBITDA 2010	14
<b>Implied EV/SALES</b>	<b>-17,9x</b>	<b>Implied EV/SALES</b>	<b>858,9x</b>
<b>Implied EV/EBITDA</b>	<b>386,2x</b>	<b>Implied EV/EBITDA</b>	<b>58,5x</b>

## 5 Resultat och diskussion

Syftet med detta arbete var att värdera företagen Talvivaara och Sotkamo Silver med de tre metoderna kassaflödesbaserad, substansbaserad och marknadsbaserad värdering och redogöra för de viktigaste delarna av due diligence i värderingssituationer. Den teori som använts i arbetet kommer från minst sex olika böcker, varav de flest bara är något år gamla, en hel del olika artiklar och hemsidor (i synnerhet Företagsvärdering.org) samt Talvivaaras, Sotkamo Silvers (och Endomines) årsberättelser. Värderingsmodellerna som använts har alla beskrivits i teorin utgående från flera olika källor. Modellerna för den substans- och marknadsbaserade värderingen kommer från boken Yrityskauppa, medan modellen för kassaflödesvärdering härstammar från Företagsvärdering.org. Denna kassaflödesbaserad modell, även om ganska invecklad, användes då den kan utföras stegvis och ger procentuella jämförelsetal på många plan. Modellen var avsedd för att gratis kunna ladda ner och användas. Alla värden i modellen är ersatta av de poster som antingen räknats ihop på basen av eller tagits direkt från målföretagens bokslut. För att stöda teorin har två kvalitativa intervjuer använts, både för att få aktuell information samt för att förstå de teoretiska modellerna bättre.

Tabell 21. Värdet på målföretagen enligt de olika värderingsmetoderna.

Värderingsmetod (MEUR)	Talvivaara	Sotkamo Silver
Substansbaserad	306	13
Marknadsbaserad	- 1 273	-8,377
Kassaflödesbaserad	- 2 940	816

År 2012 var ett svagt och olycksdrabbat år för Talvivaara, då många olika miljömässiga olyckor i form av olika läckage inträffade på gruvområdet i Sotkamo. Företagets omsättning och utgifter (och således andra bokslutsposter) har varierat kraftigt under åren 2009-2012. Något som direkt talar sitt tydliga språk, bara av att se på de första nyckeltalen i tabell 3, är att det är ett väldigt kapitalintensivt företag, med tanke på CAPEX, nettoskulden och periodens förlust. Det hände som sagt många olika olyckor på gruvområdet, vilket fick mycket ödesdiga följder, bl.a. böter, avbrott i verksamheten etc. Kombinerat med rasande råvarupriser på nickel gjorde företaget också av med pengar i rasande fart.

Sotkamo Silver-koncernen är ett betydligt mindre bolag, vars verksamhet i Finland ännu inte kommit i full gång. Det syns direkt på de grundläggande nyckeltalen i tabell 3. Det syns också att företagets finansiella läge är helt annat, då redan dess pengamedel klart överstiger nettoskulden. Utgående från den låga omsättningen går det också att anta att företaget ännu inte börjat med malmbrytning- och försäljning i någon större skala.

Utgående från tabell 4 är det klart att Talvivaara har en väldigt stor och kapitalkrävande verksamhet, då dess tillgångar överstiger en miljard euro, medan Sotkamo Silvers knappt överstiger 15 miljoner kronor. Vad beträffar skuldsättningsgrad är Talvivaara helt klart på en annan nivå, då de totala skulderna uppgår till ca 950 miljoner euro, medan Sotkamo Silvers är knappa 0,9 miljoner kr. Enligt denna enkla värderingsmetod, där de totala skulderna subtraherats från de totala tillgångarna, blir substansvärdet för Talvivaara ca 306 miljoner euro respektive ca 13 miljoner kr för Sotkamo Silver. Då företagens aktiestock tas i beaktande, med ca 272 miljoner aktier mot ca 14 miljoner, visade sig ändå Talvivaaras substansvärde per aktie vara högre, trots dess väldigt höga skuldsättningsgrad.

I den marknadsbaserade modellen har för enkelhetens och avgränsningens skull bara använts en market peer, Endomines. I detta exempel används Endomines P/E-värdet för att

räkna ut marknadsvärdet på Talvivaara och Sotkamo Silver. Resultatmässigt har Endomines klarat sig betydligt bättre år 2012, med nästan 3 miljoner euro i vinst. Vad beträffar aktievärdet noterat vid årets slur är dock Sotkamo Silvers tydligt värdefullast. Endomines P/E-värde som antog värdet 12,26 ligger lite under det genomsnittliga P/E-värdet för 2012 (15,4), också under medianen 15,2 (se tabell 1).

Det erhållna värdet på Equity Value blir alltså kraftigt negativt både för Talvivaara och Sotkamo Silver, ca -1,2 miljarder respektive ca -8,4 miljoner euro. Detta visar tydligt att denna värderingsmultipel inte är lämplig för att värdera dessa företag med tanke på deras negativa resultat. Värdet på eget kapital som angivits i företagens bokslut (värdet på eget kapital per aktie multiplicerat med aktieantalet) är ca 300 miljoner euro respektive 13 miljoner kr för Talvivaara och Sotkamo Silver. Värdena skiljer sig dock bara en aning från dem i den substansbaserade modellen, förmodligen p.g.a. någon eller några bokslutsposter som beaktats olika då företagen räknat ut sina värden för eget kapital per aktie, då trots allt samma akiteantal använts. Denna värderingsmetod kan alltså inte anses ge en rättvis bild av värdet på eget kapital i detta fall.

Den kassaflödesbaserade värderingen blir genast en mycket mera komplicerad modell. På grund av detta har modellen som hämtats från Företagsvärdering.org delats upp i nio olika steg. Som första steg har de historiska värdena för åren 2009-2012 för båda företagen analyserats och angivits i procentuell form i förhållande till omsättningen, i den utsträckning som det funnits tillräckliga bokslutsuppgifter att tillgå. Det är tydligt att båda företagen har mellan vissa år haft väldigt starka förändringar i både omsättning, kostnader, avskrivningar och EBITDA. För Talvivaara har de största förändringarna skett mellan åren 2009- 2010, då bolagets nickelproduktion uppnådde full produktionsvolym och råvarupriset var starkt. Redan det att kostnaderna för år 2009 är ca 2190 % av omsättningen är lite oroväckande redan i detta skede, med tanke på uträkning av framtida kassaflöden. Också att verksamhetens omsättning nästan vuxit 2000 % under detta intervall är ganska häpnadsväckande. Talvivaaras EBITDA har under 2010 och 2011 nått upp till vinstsidan, medan EBIT konstant varit negativt. För Sotkamo Silvers del har EBITDA och EBIT varit positiva bara under 2010, då det ökade radikalt tack vare ingående aktiekapital efter en nyemission, utgående från den aktuella årsredovisningen. Sotkamo Silver har inte heller betalat någon skatt under 2009-2011. Det går tydligt att se här att Sotkamo Silver i huvudsak har strukturerat sin verksamhet i förberedande syfte för att påbörja gruvdriften, medan Talvivaara redan varit inne i fullskalig produktion.



I steg två utreds NWC för de gångna åren, m.a.o. det historiska rörelsekapitalet. För Talvivaaras del har igen de största förändringarna skett mellan 2009- 2010, då omsättningstillgångarna i förhållande till omsättningen sjunkit kraftigt, p.g.a. att båda posterna nästa tredubblats. Också de kortfristiga skulderna minskade kraftigt under denna period, vilket gav NWC ett väldigt högt värde på ca 3660 % av omsättningen. I övrigt var verksamheten stabil. För Sotkamo Silvers del antar omsättningstillgångarna (likvida medel) väldigt höga värden i förhållande till omsättningen, tack vare tillskjutet akitekaptal och småskalig operativ verksamhet. De kortfristiga skulderna och NWC antar också väldigt höga värden i förhållande till omsättningen 2010- 2012 av samma orsak. De höga värdena riskerar att göra värderingen opålitlig, då det är svårt att anta att verksamheten skulle förbli i dess nuvarande, ganska passiva läge så länge till.

Den årliga tillväxten på 4,5 % visar enligt tabell 9 tydligt att den inte följer de övriga nyckeltalens utveckling, då framtiden för fem år ska prognostiseras för båda företagen. På grund av att båda företagen är relativt unga, finns det inte många år mellan vilka deras verksamhet skulle ha varit jämn. Detta är problematiskt då de historiska värden använts som grund för antaganden om den kommande utvecklingen. Medeltalet av totala kostnader, EBITDA, EBIT och CAPEX har använts för att förutspå de kommande åren, speciellt vad gäller Sotkamo Silver, som kan antas starta upp sin verksamhet ordentligt redan under prognosperioden. Värdena för Talvivaara verkar betydligt jämnare. Det är svårt att tänka sig att Sotkamo Silver kunde uppnå en EBITDA-marginal på ca 1400 % då den operativa verksamheten påbörjas och kostnader tillkommer. Totala kostnader är på samma sätt orealistiskt höga till omsättningen. Också EBIT på ca 136 % och CAPEX på ca -7400 % är orealistiska.

I steg fyra där det fria kassaflödet uträknas har medeltalet av värden för 2010- 2012 använts för att prognostisera kommande omsättningstillgångar, kortfristiga skulder och NWC i förhållande till omsättningen. För Talvivaara (tabell 10) är skillanden mellan 2009-2010 igen stor, men jämnar sedan ut sig för 2010- 2012 för samtliga poster. För Sotkamo Silvers del (tabell 11) antar omsättningstillgångarna ett väldigt högt värde i förhållande till omsättningen. Därför kan också de prognostiserade värdena ifrågasättas. Likaså gäller kortfristiga skulder och NWC. Förändringar i NWC (tabell 12 och 13) prognostiseras som negativt för båda företagen, då omsättningstillgångarna antagit en positiv utvecklingstrend och de kortfristiga skulderna en negativ (tabell 10 och 11), d.v.s. NWC minskar då skillnaden mellan omsättningstillgångar och kortfristiga skulder stiger och påverkar det fria kassaflödet.

I steg fem (tabell 14) syns det vilken hög skuldsättningsgrad Talvivaara har; 76 % av totalt kapital, medan Sotkamo Silver bara har 13,6 %. Equity to total capitalization visar det egna kapitalet i förhållande till total kapital, något som på motsvarande sätt är lågt för Talvivaara och högt för Sotkamo Silver, med 24 % respektive 86 %. Debt to equity ratio är också väldigt högt för Talvivaara, då skulderna överstiger eget kapital med över 300 %, medan det bara är 15,7 % för Sotkamo Silver. Med tanke på Talvivaaras storlek så är storlekspremien betydligt lägre än för Sotkamo Silvers del.

I steg 6 (tabell 5 och 6) utreds vilket värde WACC antar för de båda företagen. WACC-värdet för Talvivaara indikerar här en betydligt mindre risk för Talvivaara än för Sotkamo Silver. Enligt Företagsvärdering.org borde WACC få ett värde mellan 8- 18 % och ligger ofta runt 12- 14 %. Utgående från detta påstående kan det konstateras att multipeln bör vara ganska trovärdig i alla fall för Sotkamo Silvers del med 11,9 %, vilket innebär att investerare kräver en högre avkastningsgrad på det kapital de investerat. En gissning är att Sotkamo Silvers verksamhet ännu är ett osäkert investeringsobjekt, då den riktigt operativa verksamheten inte kört igång ännu, medan Talvivaara redan har flera år av fullskalig produktion och har således lägre WACC, trots hög skuldsättning.

I steg sju (tabell 17 och 18) har kassaflödets nuvärde räknats ut genom diskontering med WACC. Nuvärdet är alltså det kassaflöde som är fritt att disponeras efter att investerarnas avkastningskrav dragits bort. Det nuvärdesberäknade kassaflödet minskar alltså för varje prognosår och har för Talvivaaras del blivit negativ p.g.a. det negativa fria kassaflödet, medan det för Sotkamo Silver fortsätter positivt.

I steg åtta (tabell 19) har terminal value antagit ett negativt värde på över -3,1 miljarder euro, d.v.s. ännu lägre än det tidigare uträknade EV på ca -2,6 miljarder. Detta indikerar att kassaflödesmetoden kanske inte passar för att värdera företaget i detta fall, då det presenterar så mycket negativa resultat. Detta i åtanke med att en uppskattad tillväxt på 4,5 % är ganska optimistisk, då företagets verksamhet inte utvecklats i så positiv riktning. Nuvärdet för terminal value är ca -2,3 miljarder euro, vilket inte heller är speciellt realistiskt, eftersom företaget kan antas gå i konkurs långt innan värdet kunde bli så negativt. Detta skulle i praktiken betyda att Talvivaara måste betala 2,3 miljarder euro åt någon för att ta över verksamheten, vilket knappast lär hända. Sotkamo silver har antagit ett mera realistiskt värde på ca 545 miljoner kr. Dock är implied exit multiple också här väldigt högt, med tanke på att det inte bör vara högre än 11x.

I det sista och nionde steget (tabell 20) granskas ännu EV. Talvivaara har alltså antagit ett väldigt negativt värde, varför denna modell med de använda bokslutsposterna kanske inte kan anses den bästa för värdering. De totala skulderna överstiger också de likvida medlen många gånger och p.g.a. negativ EV blir även Implied share price noll. Sotkamo Silver har antagit ett EV på 816 miljoner kr (ca 94,7 miljoner euro), vars likvida medel överstiger totala skulder med mera än det dubbla. Det förutspådda priset per aktie blir då 1,65 kr. Den kassaflödesbaserad värderingen kan alltså konstateras mera lyckad för Sotkamo Silvers del, då de slutgiltiga värdena kan anses realistiska.

De tre olika värderingsmodellerna ger alltså alla olika värderingsresultat, såsom visas i tabell 21. Den kassaflödesbaserade metoden är den mest detaljerade och beaktar därmed flest faktorer, men är svår att använda tillförlitligt med negativa värden. Substansbaserad värdering är väldigt simpel och gav resultaten närmaste dem angivna i målföretagens bokslut. Den marknadsbaserade metoden gav också negativa slutvärden p.g.a. negativa kalkylvärden och stämde inte överens med företagens egna uträkningar.

## 6 Avslutning

Detta examensarbete har alltså utförts helt och hållet på det teoretiska planet, då ingen uppdragsgivare eller lämpligt projekt hittades för att utföra en värdering i praktiken. Arbetet består av en omfattande teoretisk del och den empiriska delen. Teorin har omfattat ämnet företagsvärdering med fokus på de tre värderingsmodellerna substans-, marknads- och kassaflödesbaserad värdering, samt olika analyshelheter och due diligence.

Jag anser mig som skribent ha uppnått arbetets syfte med hjälp av de forskningsfrågor jag formulerat. De kvalitativa intervjuerna har hjälpt till att öppna upp svåra ämen och begrepp och kunna beskriva dem med praktiska exempel genomgående i texten. Arbetets ämne har haft en väldigt hög svårighetsgrad, men valdes trots allt mera utgående från intresse och nyfikenhet, inte bara utgående från hur arbetsamt det skulle bli. Avslutningsvis kan jag konstatera att företagsvärdering är ett väldigt intressant ämne, men behöver mycket baskunskap och en del expertis för att förstå uppbyggnaden och tillämpningen av även de enklaste värderingsmodellerna.

## 7 Källförteckning

Andelsbanken. (2014). *Driftskapital*.

<https://www.op.fi/op/foretagskunder/finansiering/driftskapital?id=60100&srcpl=8&kielikoodi=sv> (hämtat: 21.3.2014).

Balance Consulting. (2014). Tunnusluvut. (hämtat: 26.3.2014, 27.3.2014).

<http://www.balanceconsulting.fi/tunnusluvut>

Damodaran, D. (2014). *Betas by Sector*.

[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) (hämtat: 1.4.2014).

Brealey, R., Myers, S. (2000). *Principles of corporate finance*. Craig. S. Beytien.

Bäck, J., Karsio, T., Markula, E-M., Palmu, M. (2009). *Due diligence – onnistuneen yrityskaupan edellytys*. KHTpro.

Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1996). *Measuring and Managing the Value of Companies – second edition*. John Wiley & Sons, Inc.

Edwards, J. (2014). *Why Facebook had no chance but to pay \$19 billion for Whatsapp*. Business Insider.

<http://www.businessinsider.com/why-facebook-paid-19-billion-for-whatsapp-2014-2> (hämtat 19.3.2014).

Endomines AB

<http://endomines.com/index.php/financial-reports>

<http://mb.cision.com/Main/2472/9497832/183023.pdf> (hämtat: 20.3.2014).

Feldman, M. (2011). *Equity vs Enterprise value*.

<http://www.wallstreetprep.com/blog/common-topics-of-confusion-for-investment-banking-analysts/> (hämtat: 19.3.2014).

Företagsvärdering.org. (2014). (hämtat: 13.2.2014, 27.3.2014).

<http://xn--fretagsvrdering-7kb21a.org/sok/>

Fingrid. (2012). *Katsaus yhtiön toimintaan.*

[http://www.fingrid.fi/fi/asiakkaat/asiakasliitteet/Neuvottelukunta/2012/Syyskokous%2018.10.2012/Nk59Esitykset\\_181012.pdf](http://www.fingrid.fi/fi/asiakkaat/asiakasliitteet/Neuvottelukunta/2012/Syyskokous%2018.10.2012/Nk59Esitykset_181012.pdf) (hämtat: 28.3.2014).

Helsingin Sanomat. (2014). *Lukuopas Mikä tulos –taulukoihin.*

<http://www2.hs.fi/extrat/talous/mikatulos/avain.jsp> (hämtat: 27.3.2014).

HOW2. (2014). *–Sammanfattningar för studenter.*

<http://www.how2.se/Finansiell+Ekonomi> (hämtat: 3.4.2014).

Investopedia. (2014). (hämtat: 19.3.2014, 3.4.2014).

<http://www.investopedia.com/>

InvestorWords. Control Premium.

[http://www.investorwords.com/7588/control\\_premium.html](http://www.investorwords.com/7588/control_premium.html) (hämtat: 3.4.2014).

Kallunki, J-P., Niemelä, J. (2012). *Osakkeen arvonmäärittäminen – onnistunut sijoituspäätös.* Talentum Media Oy.

Katramo, M., Lauriala, J., Matinlauri, I., Niemelä, J., Svennas, K. & Wilkman, N. (2011). *Yrityskauppa.* WSOYpro Oy.

Lukkari, E. (2014). *Outokummulla taas ratkaisujen viikko.* Kauppalehti 10.2.2014, s. 8-9.

Kauppalehti. (2014).

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=2001#graph>

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=2001>

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=1964#graph>  
(hämtat: 20.3.2014, 25.3.2014).

Koski, T. (2012). *PK-yrityksen strateginen talousjohtaminen*. Helsingin seudun kauppakamari / Helsingin Kamari Oy.

Outokumpu. (2014). *Annual report 2013*.

[http://www.outokumpu.com/SiteCollectionDocuments/Outokumpu\\_Annual%20Report%202013.pdf](http://www.outokumpu.com/SiteCollectionDocuments/Outokumpu_Annual%20Report%202013.pdf) (hämtat: 19.3.2014).

Proz.com. (2014).

[http://www.proz.com/kudoz/swedish\\_to\\_english/finance\\_general/1498902-kassalikviditet.html](http://www.proz.com/kudoz/swedish_to_english/finance_general/1498902-kassalikviditet.html) (hämtat: 20.3.2014).

PWC. (2012). Markkinariskipreemio Suomen osakemarkkinoilla.

[http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/markkinariskipreemio\\_2012.pdf](http://www.pwc.fi/fi/julkaisut/tiedostot/markkinariskipreemio_2012.pdf) (hämtat: 1.4.2014).

Rantanen, J. (2012). *Arvonmäärittäminen yrityskaupassa*. Suomen Yrittäjien Sypoint Oy.

Skatteförvaltningen.

[https://www.vero.fi/sv-FI/Detaljerade\\_skatteanvisningar/Ordlista/Gangse\\_varde\(13636\)](https://www.vero.fi/sv-FI/Detaljerade_skatteanvisningar/Ordlista/Gangse_varde(13636))  
(hämtat: 13.2.2014).

Sotkamo Silver. *Annual report 2012*. (2012).

[http://www.silver.fi/sivu/en/financial\\_reports/](http://www.silver.fi/sivu/en/financial_reports/) (hämtat: 1.3.2014).

Sotkamo Silver. *Annual report 2010*. (2010).

[http://www.silver.fi/sivu/en/financial\\_reports/](http://www.silver.fi/sivu/en/financial_reports/) (hämtat: 1.3.2014).

Taloussanomat. *Taloussanakirja*.

<http://www.taloussanomat.fi/porssi/sanakirja/termi/divestointi/> (hämtat: 14.2.2014).

Talvivaara. *A controlled revival – annual report 2012*. (2012).

[http://www.talvivaara.com/files/talvivaara/AR%202012/Talvivaara\\_Annual\\_Report\\_2012.pdf](http://www.talvivaara.com/files/talvivaara/AR%202012/Talvivaara_Annual_Report_2012.pdf) (hämtat: 1.3.2014).

Talvivaara. *Annual report 2010*. (2010).

[http://www.talvivaara.com/files/talvivaara/AR%202010%20%2B%20parts/Talvivaara\\_VSK\\_2010\\_ENG.pdf](http://www.talvivaara.com/files/talvivaara/AR%202010%20%2B%20parts/Talvivaara_VSK_2010_ENG.pdf) (hämtat: 1.3.2014).

TeliaSonera.

<http://www.teliasonera.com/sv/investerare/rapporter-och-presentationer/definitioner/> (hämtat: 21.3.2014).

Vakk. *Bokslutsanalys*.

[www1.vakk.fi/EF11/bokslutsanalys/material/Bokslutsanalys.doc](http://www1.vakk.fi/EF11/bokslutsanalys/material/Bokslutsanalys.doc) (hämtat: 21.3.2014).

## **BILAGA 1 - Intervjufrågor**

### **Intervjufrågor KPMG**

1. Vilken värderingsmodell är den mest tillämpade?
2. Hur mycket används olika värderingskoefficienter?
3. Hur tillämpas DCF-metoden, substansbaserad och marknadsbaserad värdering i praktiken?
4. Vilka är modellernas styrkor och svagheter?
5. Hur viktig är Due Diligence?
6. Vad går ofta fel i värderingsprocessen?
7. Hurudan är tillförlitligheten i modellerna?
8. Hur mycket tillämpas analyser?
9. Vilka är de vanligaste värderingsmultiplarna?

### **Intervjufrågor Nordea**

1. Vad är syftet med bokslutsanalysen i värdering?
2. Hur tillämpas kassaflödesanalysen?
3. Vilka koefficienter används?
4. Vad analyseras i verksamheten och strategin för företag?
5. Hur prognostiseras framtida utveckling?
6. Baseras värderingar och analysr på externa eller interna uppgifter?
7. Vilka nyckeltal används mest?
8. Hur granskas långsiktig hållbarhet?
9. Hur bedöms konkurrensfördelar och kunskapsnivå?