

LEVERAGED BUYOUT


–

VILKA FÖRUTSÄTTNINGAR FINNS FÖR EN LBO AV CLOETTA FAZER AB?

Vårterminen 2005



Ekonomiska Institutionen
Daniel Algotsson & Esa Nyysölä

 <p>LINKÖPINGS UNIVERSITET</p>	Avdelning, Institution Division, Department Ekonomiska institutionen 581 83 LINKÖPING	Datum Date 2005-06-07
--	---	------------------------------------

Språk Language X Svenska/Swedish Engelska/English	Rapporttyp Report category Licentiatavhandling Examensarbete C-uppsats D-uppsats Övrig rapport —	ISBN ISRN LIU-EKI/EP-D--05/022--SE Serietitel och serienummer ISSN Title of series, numbering _____
URL för elektronisk version http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2005/ep/022/		

Titel Title	LEVERAGED BUYOUT – VILKA FÖRUTSÄTTNINGAR FINNS FÖR EN LBO AV CLOETTA FAZER AB? LBO - What are the conditions of a LBO of Cloetta Fazer AB?
Författare Author	Daniel Algotsson och Esa Nyssöla

Sammanfattning Abstract Antalet LBOs i Sverige har ökat under senare år och marknaden är inne i en positiv trend. De flesta LBOs görs med privata företag, men ett fåtal är publika där ett bolag köps ut från börsen. Den här uppsatsen undersöker vilka förutsättningar det finns för att göra en LBO med Cloetta Fazer AB. Avsikten är att undersöka vilka förutsättningar det finns för att göra en LBO av ett börsbolag och analysera för- och nackdelar med affären. Baserat på den information som presenterats i referensram och empiri har två värderingar av fallföretaget Cloetta Fazer AB genomförts. Den första värderingen är en vanlig kassaflödesvärdering medan den andra värderingen är en specifik LBO-värdering, där hänsyn tas till lånevillkor och ny kapitalstruktur. Värderingarna följs av en fortsatt analys där förutsättningar, för- och nackdelar och transaktionens värde undersöks. Förutsättningar för en LBO av Cloetta Fazer AB är konjunkturokänslighet, stark marknadsposition, stabila kassaflöden, låg riskfaktor samt ett starkt produktutbud med goda varumärken. I Cloetta
--

Fazer AB kan den låga förväntade avkastningen också ökas med förändrad kapitalstruktur där lånen ger en högre finansiell utväxling.


Vi argumenterar för att en LBO av ett publikt aktiebolag på börsen omgärdas av begränsad information som gör det svårt att motivera hur värde kan skapas genom köpet. Andra faktorer som försvårar en LBO av Cloetta Fazer AB är ökad konkurrens, oklarheter huruvida den operativa verksamheten kan effektiviseras samt en alltför hög EV/EBITDA-multipel.

Sammanfattningsvis medför den begränsade informationen i samband med ett publikt börsbolag att det är svårt att motivera ett högre värde efter en LBO. Vi har också funnit att IRR-värdet inte är tillräckligt högt. På grund av att en LBO av ett publikt bolag kräver en premie omkring 20 % på nuvarande börskurs är det svårt att tänka sig att en köpare kan finna tillräckliga argument för att skapa det mervärde som krävs.

Nyckelord

Keyword

LBO, riskkapital, utköp, värdering, Cloetta Fazer AB

 LINKÖPINGS UNIVERSITET	Avdelning, Institution Division, Department Ekonomiska institutionen 581 83 LINKÖPING	Datum Date 2005-06-07
--	---	------------------------------------

Språk Language X Svenska/Swedish Engelska/English	Rapporttyp Report category Licentiatavhandling Examensarbete C-uppsats D-uppsats Övrig rapport —	ISBN ISRN LIU-EKI/EP-D--05/022--SE Serietitel och serienummer ISSN Title of series, numbering _____
URL för elektronisk version http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2005/ep/022/		

Titel	LEVERAGED BUYOUT – VILKA FÖRUTSÄTTNINGAR FINNS FÖR EN LBO AV CLOETTA FAZER AB? LBO - What are the conditions of a LBO of Cloetta Fazer AB?
Författare	Daniel Algotsson och Esa Nyssölä Author

Sammanfattning Abstract The number of LBOs in Sweden has increased during the last years and the current market trend is positive. Most LBOs involves private companies, but a few concerns public corporations on the national share market. In this thesis we will examine the conditions of a LBO of Cloetta Fazer AB. The purpose is to study existing conditions of Cloetta Fazer AB and to examine pros and cons with the deal. Based upon information presented in the frame of reference and in the empirical part, two cash flow valuations have been carried out. The first valuation is a regular discounted cash flow valuation while the other is a specific LBO valuation. In a LBO valuation the debt terms and the changed capital structure is taken into consideration. The valuations are followed by an analysis where LBO conditions as well as pros and cons are examined. Positive conditions for Cloetta Fazer AB are insensitiveness of market fluctuations, a strong market position, stable cash flows, low risk and strong product trademarks. There is also a possibility of increasing the expected rate of return with more leverage since the current financial structure can take on more debt. We argue that a LBO of a public corporation is surrounded by limited information due to legal restrictions such as insider rules. Limited information makes it difficult to
--

motivate value creation. Other factors that obstruct a LBO of Cloetta Fazer AB is increased market competition, indistinct possibility of rationalising the business and a high EV/EBITDA multiple. We have also found that the IRR value is too low. Due to the fact that a LBO requires a premium of at least 20 % over market value, it is difficult to argue for a LBO of Cloetta Fazer AB.

Nyckelord

Keyword

LBO, private equity, buyouts, valuation, Cloetta Fazer AB

Sammanfattning

Antalet LBOs i Sverige har ökat under senare år och marknaden är inne i en positiv trend. De flesta LBOs görs med privata företag, men ett fåtal är publika där ett bolag köps ut från börsen. Den här uppsatsen undersöker vilka förutsättningar det finns för att göra en LBO med Cloetta Fazer AB. Avsikten är att undersöka vilka förutsättningar det finns för att göra en LBO av ett börsbolag och analysera för- och nackdelar med affären.

Baserat på den information som presenterats i referensram och empiri har två värderingar av fallföretaget Cloetta Fazer AB genomförts. Den första värderingen är en vanlig kassaflödesvärdering medan den andra värderingen är en specifik LBO-värdering, där hänsyn tas till lånevillkor och ny kapitalstruktur. Värderingarna följs av en fortsatt analys där förutsättningar, för- och nackdelar och transaktionens värde undersöks.

Förutsättningar för en LBO av Cloetta Fazer AB är konjunkturokänslighet, stark marknadsposition, stabila kassaflöden, låg riskfaktor samt ett starkt produktutbud med goda varumärken. I Cloetta Fazer AB kan den låga förväntade avkastningen också ökas med förändrad kapitalstruktur där lånen ger en högre finansiell utväxling.

Vi argumenterar för att en LBO av ett publikt aktiebolag på börsen omgärdas av begränsad information som gör det svårt att motivera hur värde kan skapas genom köpet. Andra faktorer som försvårar en LBO av Cloetta Fazer AB är ökad konkurrens, oklarheter huruvida den operativa verksamheten kan effektiviseras samt en alltför hög EV/EBITDA-multipel.

Sammanfattningsvis medför den begränsade informationen i samband med ett publikt börsbolag att det är svårt att motivera ett högre värde efter en LBO. Vi har också funnit att IRR-värdet inte är tillräckligt högt. På grund av att en LBO av ett publikt bolag kräver en premie omkring 20 % på nuvarande börskurs är det svårt att tänka sig att en köpare kan finna tillräckliga argument för att skapa det mervärde som krävs.

Förord

Arbetet med den här uppsatsen har varit intressant och lärorikt. En stort tack riktas till handledare och deltagande studenter i den seminariegrupp som vi kontinuerligt träffat för att diskutera uppsatsens innehåll och utformning. Vi vill också tacka samtliga personer från banker och private equity-företag som ställt upp för intervjuer.

Linköping, maj, 2005.

Daniel Algotsson och Esa Nyyssölä

Innehållsförteckning

::: DEL I :::	1
1 INLEDNING	2
1.1 BAKGRUND	2
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	3
1.3 SYFTE	3
1.3.1 <i>Frågeställning</i>	3
1.4 AVGRÄNSNINGAR	3
1.5 DISPOSITION	4
2 METOD OCH TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	6
2.1 INLEDANDE PROBLEMFÖRMULERING	6
2.2 UNDERSÖKNINGENS UTFORMNING	7
2.2.1 <i>Fallstudie</i>	7
2.2.2 <i>Genomförande av LBO-värdering</i>	8
2.3 DATAINSAMLING	8
2.3.1 <i>Dataunderlag för referensram</i>	9
2.3.2 <i>Empiriskt dataunderlag</i>	9
2.4 ANALYS AV INSAMLAD DATA	10
2.5 VALIDITET OCH RELIABILITET	10
2.5.1 <i>Intern giltighet</i>	11
2.5.2 <i>Extern giltighet – generalisering</i>	11
2.5.3 <i>Tillförlitlighet – reliabilitet</i>	12
2.6 METODKRITIK	12
2.7 KÄLLKRITIK	12
::: DEL II :::	13
3 INTRODUKTION TILL RISKKAPITAL & LBO	14
3.1 GENOMGÅNG AV BEGREPP	14
3.1.1 <i>Riskkapital och riskkapitalmarknaden</i>	14
3.1.2 <i>Private equity</i>	14
3.1.3 <i>LBO och andra former av utköp</i>	16
3.2 RISKKAPITALMARKNADENS UTVECKLING	17
3.3 SAMMANFATTNING	19
4 GENOMFÖRANDE AV LBO	20
4.1 TRE HUVUDSAKLIGA STEG	20
5 EFFEKTER AV LBO	22
5.1 INLEDNING	22
5.2 MOTIV FÖR LBOs	23

5.2.1	<i>Effektivare verksamhet</i>	23
5.2.2	<i>Förbättrade förutsättningar för entreprenören</i>	24
5.2.3	<i>Uppdelning av företagskonglomerat</i>	24
5.2.4	<i>En köp- och byggstrategi</i>	25
5.2.5	<i>Finansiella fördelar</i>	25
5.3	MOTIV MOT LBOs.....	26
5.4	SAMMANFATTNING – EFFEKTER AV LBO	27
6	VÄRDERING VID LBO	28
6.1	INLEDNING	28
6.2	MODELLER FÖR VÄRDERING AV FÖRETAG	29
6.2.1	<i>DCF – Kassaflödesvärdering</i>	29
6.3	SPECIFIKA FAKTORER VID VÄRDERING AV LBO	32
6.4	SAMMANFATTNING - VÄRDERING AV LBO	33
7	FINANSIERING AV LBO	35
7.1	INTRODUKTION TILL LBO-FINANSIERING	35
7.2	OLIKA TYPER AV LÅNEFINANSIERING	35
7.2.1	<i>Primära lån</i>	36
7.2.2	<i>Sekundära lån</i>	36
7.3	ANDRA TYPER AV FINANSIERING FÖR LBOs.....	37
7.3.1	<i>Mezzaninfinansiering</i>	37
7.4	EFFEKTER AV LÅNEFINANSIERADE INVESTERINGAR.....	39
7.4.1	<i>Fördelar med lånefinansierade investeringar</i>	39
7.4.2	<i>Nackdelar med lånefinansierade investeringar</i>	41
7.5	SAMMANFATTNING - FINANSIERING AV LBO.....	41
::: DEL III :::	43
8	BESKRIVNING AV FÖRETAGET	44
8.1	VAL FÖRETAG.....	44
8.2	DAGLIGVARU- OCH KONFEKTYRBRANSCHEN.....	44
8.3	UTVECKLING AV UPPSATSENS RESULTAT	45
8.3.1	<i>Organisationsstruktur</i>	46
8.3.2	<i>Försäljning</i>	46
8.3.3	<i>Produktion och kostnader</i>	47
9	INTERVJUER MED LBO-FÖRETAG	48
9.1	GENERELLT OM LBO	48
9.2	VÄRDERING	51
9.3	DAGLIGVARU- OCH KONFEKTYRBRANSCHEN.....	55
9.4	BALANSRÄKNINGEN.....	57
10	INTERVJUER MED BANKER	59

10.1	GENERELLT	59
10.2	LÅNESTRUKTUR	59
10.3	ÅTERBETALNINGSTID	62
10.4	RISK.....	63
:::	DEL IV :::	65
11	KASSAFLÖDESVÄRDERING	66
11.1	INLEDNING	66
11.2	VARIABLER VID VÄRDERING	66
11.2.1	<i>Kapitalkostnad - WACC</i>	67
11.2.2	<i>Betavärde</i>	67
11.2.3	<i>Långivarnas avkastningskrav</i>	67
11.3	PROGNOSTISERADE KASSAFLÖDEN	68
11.3.1	<i>Utveckling under den 10-åriga prognosperioden</i>	68
11.3.2	<i>Utveckling residualperiod</i>	71
12	LBO-VÄRDERING.....	72
12.1	INLEDNING	72
12.2	FINANSIERING.....	72
12.3	UTVECKLING PROGNOSES- OCH RESIDUALPERIOD	73
13	ANALYS.....	75
13.1	FAKTORER FÖR EN LBO.....	75
13.1.1	<i>Konjunkturoberoende och stark marknadsposition</i>	75
13.1.2	<i>Stabila kassaflöden</i>	75
13.1.3	<i>Produktutbud och varumärken</i>	76
13.1.4	<i>Låg riskfaktor</i>	76
13.2	FAKTORER MOT EN LBO.....	76
13.2.1	<i>Begränsad information vid publik LBO</i>	77
13.2.2	<i>Omsättningstillväxt</i>	77
13.2.3	<i>Operativ verksamhet</i>	78
13.2.4	<i>EV/EBITDA multipl</i>	78
13.2.5	<i>IRR-värde och Exit-värde</i>	79
13.3	POSITIVA EFFEKTER AV EN LBO	79
13.4	NEGATIVA EFFEKTER AV EN LBO.....	80
13.5	AVSLUTANDE DISKUSSION	81
14	SLUTSATSER.....	82
14.1	FÖRSLAG TILL FRAMTIDA STUDIER.....	83
15	KÄLLFÖRTECKNING.....	84

Figurförteckning

<i>Figur 1. Venture capital och buyouts.....</i>	<i>16</i>
<i>Figur 2. Investerat kapital på den svenska utköps-marknaden.</i>	<i>18</i>
<i>Figur 3. Genomförande av ett utköp (egen bearbetning).....</i>	<i>20</i>
<i>Figur 4. Mezzaninkapital</i>	<i>38</i>
<i>Figur 5. Organisationsstruktur för Cloetta Fazer AB. (Cloetta Fazer ii) ..</i>	<i>46</i>

Tabellförteckning

<i>Tabell 1. Utvecklingen under prognosperioden.....</i>	<i>70</i>
<i>Tabell 2. Värdet för residualperioden.....</i>	<i>71</i>
<i>Tabell 3. Resultatet av DCF-värderingen.....</i>	<i>71</i>
<i>Tabell 4. Amorteringsplan (i % av principal).....</i>	<i>73</i>
<i>Tabell 5. Resultat av LBO-analysen.....</i>	<i>74</i>

Formelförteckning

<i>Formel 1. Värdet av en tillgång</i>	<i>30</i>
<i>Formel 2. Kapitalkostnad WACC</i>	<i>30</i>
<i>Formel 3. Företagets totala värde</i>	<i>31</i>

Bilagor

<i>Bilaga 1: Intervjuformulär - Private Equity-företag</i>
<i>Bilaga 2: Intervjuformulär – Banker</i>
<i>Bilaga 3: Kassaflödesvärdering</i>
<i>Bilaga 4: LBO-värdering</i>

::: Del I :::

Inledning

1 Inledning

I det här avsnittet presenteras bakgrunden till ämnet, problemformulering, syfte och avgränsningar. En disposition av rapporten följer i slutet av kapitlet med syfte att förtydliga uppsatsens struktur.

1.1 Bakgrund

Under de senaste åren har aktiviteten bland private equity-företag¹ ökat och under år 2004 genomfördes 43 affärer. Anledningen till den ökade aktiviteten är bland annat att likviditeten på kapitalmarknaderna förbättrats till följd av en starkare konjunktur och uppgående börs. (www.di.se, 2005i) Den relativt låga räntan under senare tid har också möjliggjort för private equity-företag att låna billigare investeringskapital för större kapitalkrävande investeringar (www.riksbanken.se, 2005). Detta har framförallt förenklats för företag med inriktning mot så kallade leveraged buyouts, hädanefter benämnt LBO.

Begreppet LBO används för att beskriva ett köp av ett målföretag där affären till största delen är finansierad med lånat kapital (Nyman, 2002). Den största andelen LBOs görs med privata företag, det vill säga företag som inte är noterade på en aktiemarknad som till exempel Stockholmsbörsen. Med den ovanstående aktiviteten och den låga räntan i åtanke, har dock även större företag på de publika aktiemarknaderna hamnat i fokus. Under inledningen av år 2005 har också det investerade kapitalet i LBO-transaktioner fortsatt att gå upp. Både svenska och utländska private equity-företag har i betydligt högre grad investerat i Sverige. (www.di.se, 2005) Många menar nu att det är troligt att ett eller flera svenska storföretag kan köpas ut från börsen, såväl av svenska som utländska köpare. Simon Blecher (Affärsvärlden, 2005) skriver bland annat att låga värderingar och låga räntor medfört att private equity-företag kan tjäna mycket pengar på svenska storbolag. Blecher menar att de flesta företag på Stockholmsbörsens A-lista är undervärderade mätt med dagens vinstnivåer. I artikeln analyseras några fiktiva scenarion där ett värde beräknas genom att anta att dagens vinstnivåer fortsätter under en tidsperiod och därmed ger en hög avkastning på det investerade kapitalet.

¹ Företag aktiva inom private equity, vilket förklaras i kapitel 3.1.2.

1.2 Problemformulering

Med ovanstående bakgrund i åtanke är det intressant att undersöka vilka förutsättningar det finns att genomföra en LBO av ett publikt aktiebolag på Stockholmsbörsen. Den fundamentala säregheten för en LBO är den höga andelen lånat kapital. Utifrån den annorlunda kapitalstrukturen är det viktigt att studera hur en högre andel lån i sig påverkar fallföretaget som köps och förutsättningarna för en LBO.

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka vilka förutsättningar det finns för att göra en LBO av fallföretaget Cloetta Fazer.

1.3.1 Frågeställning

Följande frågor är utgångspunkter i arbetet och kommer att besvaras i rapportens slutsats. För att kunna svara på frågorna avser vi först att beskriva en LBO-process och förklara vad den kännetecknar.

- Vilka förutsättningar talar för respektive emot en LBO av Cloetta Fazer?
- Vilka positiva och negativa effekter ger en LBO av Cloetta Fazer?

1.4 Målgrupp

Uppsatsens målgrupp är private equity-företag, banker och andra organisationer med intresse för LBOs. Studenter vid ekonomutbildningar, i synnerhet med finansiell inriktning, kan också ha nytta av uppsatsen.

1.5 Avgränsningar

Vi undersöker en LBO där ett publikt företag köps på börsen och blir privat. Det innebär att vi därmed har tillgång till samma information som den publika aktiemarknaden, så kallad publik information.

Vi har inte för avsikt att behandla den befintliga ägarstrukturen i fallföretaget. Övriga juridiska aspekter kommer heller inte att beaktas i uppsatsen.

Fördelning av eget kapital mellan intressenter i affären hamnar utanför vårt undersökningsområde eftersom vi inte kommer att analysera hur olika intressenter påverkas av affären utan enbart konsekvenser för företaget i sig. Rapporten avser inte att värdera olika företag och genom det undersöka vilket av företagen på Stockholmsbörsen som är mest lämpligt att använda som fallföretag.

Möjliga exit-strategier kommer inte att beskrivas och analyseras inom ramen för LBO och förutsättningar för en LBO.

1.6 Disposition

Uppsatsen har indelats i fem olika delar där varje del innehåller ett antal kapitel.

Del I - Inledning

Den första delen innehåller bakgrund, problemformulering, syfte och avgränsningar. I Del I finns också en beskrivning av uppsatsens metod.

Del II - Referensram

Del II innehåller uppsatsens teoretiska underlag. Inledningsvis görs en översiktlig genomgång av LBO och andra relevanta fenomen. Efterföljande kapitel behandlar lånefinansiering, effekter av LBO samt värdering av företag.

Del III - Empiri

Empiridelen består av en grundläggande presentation av Cloetta Fazer och den bransch företaget är verksamt inom. I efterföljande kapitel presenteras en sammanfattning av de intervjuer som genomfördes med private equity-företag och banker.

Del IV – Resultat, Analys och Slutsatser

Resultat och analys innehåller två värderingar av Cloetta Fazer. Värderingarna grundar sig på den analys vi gjort av insamlad information från referensram, företagsbeskrivning och intervjuer. Den första värderingen är en värdering av Cloetta Fazer i nuvarande situation. Den andra värderingen är en specifik LBO-värdering där företaget värderas utifrån de lånevillkor och övriga förutsättningar vi erhållit från intervjuer med banker. Del IV innehåller också en analys utifrån uppsatsens syfte och de initiala frågor som presenterades

under uppsatsens frågeställning. Sista kapitlet innehåller slutsatser och förslag på framtida studier.

2 Metod och tillvägagångssätt

Vid alla typer av undersökningar finns det en mängd möjliga vägval att tillgå. Metodkapitlets syfte är därmed att beskriva vilket tillvägagångssätt som använts i arbetet med denna uppsats samt att motivera varför just det tillvägagångssättet valdes.

2.1 Inledande problemformulering

En undersökning börjar med att någon eller några är intresserade av att veta mer om ett avgränsat ämne. Ofta börjar det som en fråga. (Jacobsen, 2002) Enligt Goldkuhl (1998) är en så kallad undran anledningen till att ett kunskapsutvecklande arbete av något slag påbörjas. En undran leder fram till en eller flera initiala frågor som därefter utgör den första grunden i det fortsatta arbetet. Uppkomsten av den här uppsatsens ämne grundar sig i ett intresse att undersöka hur effektiva LBOs är och applicera det på ett fallföretag.

Det inledande intresset och de initiala frågorna medförde att en preliminär frågeställning kunde utvecklas. När en problemformulering antas görs implicita och explicita avgränsningar. I så stor utsträckning som möjligt bör de explicita avgränsningarna dominera. (Jacobsen, 2002) Vi har försökt att fokusera på en tydlig och relevant avgränsning utifrån det syfte och den problemformulering vi antagit.

Enligt Jacobsen (2002) avgör problemformuleringen vilken slags uppläggning undersökningens utformning får. En analys av en problemformulering kan indelas i tre olika dimensioner:

- Klar eller oklar problemformulering
- Förklarande (kausal) eller beskrivande (deskriptiv) problemformulering
- Syfte att generalisera eller inte generalisera

Utvecklandet av vår problemformulering och de frågor som använts har varit av iterativ karaktär. Jacobsen (2002) menar att det inte går att formulera bra frågor innan författarna verkligen vet vad de vill fråga om. Under arbetet med referensramen har vi hela tiden haft syfte och frågeställning i åtanke och kontinuerligt omformulerat den vid behov. Uppsatsens frågeställning har därmed varit av oklar karaktär.

Vidare är vår problemställning av förklarande karaktär eftersom vi avser att analysera huruvida fallföretaget kan få ett högre värde efter en LBO. Vi har inte för avsikt att generalisera utan problemformuleringen är endast inriktad mot att analysera en LBO utifrån fallföretagets perspektiv.

2.2 Undersökningens utformning

Efter det att en problemformulering antagits är det viktigt att utforma undersökningen på ett lämpligt sätt för att uppsatsens syfte kan uppfyllas. Enligt Jacobsen (2002) kan två dimensioner identifieras för utformning av undersökningar:

- *Extensiva* eller *intensiva* undersökningar.
- *Beskrivande* (deskriptiva) eller *förklarande* (kausala) utformningar.

En extensiv utformning har en bred inriktning medan en intensiv utformning karaktäriseras av att den går på djupet. Eftersom uppsatsens syfte är undersöka förutsättningarna för en LBO av Cloetta Fazer, har vi genomfört en intensiv undersökning. Intensiva utformningar karaktäriseras av många nyanser och detaljer om det studerade fenomenet tas fram. Det innebär att studien är djupgående och har till uppgift att förbättra förståelsen. (Jacobsen, 2002) Uppsatsen är också av förklarande karaktär eftersom syftet är att förklara förutsättningar för en LBO.

2.2.1 Fallstudie

För att uppfylla ovanstående resonemang om en intensiv utformning, har uppsatsen genomförts som en fallstudie. Fallföretaget är som redan nämnts Cloetta Fazer. En fallstudie karaktäriseras av att undersökningen fokuserar på en specifik enhet. Fallstudier är lämpliga när det är viktigt att få en djupare förståelse av en specifik företeelse. (Jacobsen, 2002)

Skälet till att vi valt Cloetta Fazer är att vi anser det vara ett intressant och välkänt företag. I vårt genomförande av en LBO har vi gjort ett visst avsteg ifrån det tillvägagångssätt som är vanligt för private equity-företag. När en verklig LBO genomförs, har redan flera företag analyserats och värderats. Vi har dock valt att anta Cloetta Fazer som fallföretag innan vi värderat företaget. Det ligger dock utanför rapportens syfte och avgränsning att först värdera olika företag och därefter välja lämpligt objekt. Avsikten är istället att låta ett

företag exemplifiera en LBO-process och därefter använda företaget som utgångspunkt i analysen.

2.2.2 Genomförande av LBO-värdering

Inledningsvis undersökte vi flera olika applikationer för att värdera LBOs. Samtliga applikationer var kassaflödesvärderingar. Anledningen till att vi undersökte flera var att testa om de innehöll olika poster och ledde fram till olika värden. Efter undersökningar valde vi att använda två applikationer utvecklade av Øystein Fredriksen² vid Linköpings universitet respektive Aswath Damodaran³ vid Stern School of Business, New York University.

Den första applikationen är en vanlig kassaflödesvärdering som använts för att uppskatta värdet av företaget utan hänsyn till en LBO. Syftet med den första värderingen var att undersöka kassaflöden och därmed analysera vilka förutsättningar företaget har för att erhålla finansiering.

Den andra applikationen är specifikt inriktad mot LBO. Utifrån referensram, intervjuer samt den första kassaflödesvärderingen bestämdes finansieringsvillkoren och kapitalstrukturen som användes vid LBO-värderingen. Den andra modellen är ursprungligen en engelskspråkig version men har översatts av oss.

2.3 Datainsamling

Datainsamlingen tar vid när en utformning antagits. Undersökningens utformning avgör vilken slags data som ska samlas in. (Jacobsen, 2002) Data som insamlas till en undersökning kan indelas i kvalitativa och kvantitativa data (Jacobsen, 2002; Lundahl och Skärvad, 1999).

Den här uppsatsen är till största delen uppbyggd på kvalitativa data. Inslag av kvantitativ information förekommer dock också, om än i begränsad utsträckning. Jacobsen (2002) menar att kvalitativa datainsamlingsmetoder är lämpliga för studier där det primära syftet är att öka förståelsen för ett specifikt fenomen. Resonemanget passar vårt syfte eftersom vi avser att

² Applikationen kan hämtas på:

https://infoweb.unit.liu.se/dcf_varderingsprogrammet.xls?node=99697, 2005.

³ Applikationen kan hämtas på: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 2005.

undersöka vilka förutsättningar som finns för att göra en LBO av Cloetta Fazer.

Förutom ovanstående distinktion där data indelades i kvalitativa och kvantitativa, kan data också indelas i primärdata och sekundärdata. Primärdata är data som samlats in för första gången medan sekundärdata insamlats av någon annan. (Jacobsen, 2002) I nedanstående avsnitt följer en genomgång till den information som vi samlat in.

2.3.1 Dataunderlag för referensram

Referensramen består av kvalitativa data som är hämtade från olika källor. Källorna har utgjorts av litteratur, akademiska databaser och andra resurser på Internet.

Eftersom uppsatsens utformning är förståelseinriktad presenteras detaljerade beskrivningar om LBOs och företagsvärdering. Data som har samlats in till referensramen är sekundär.

2.3.2 Empiriskt dataunderlag

Empirin utgörs av både kvalitativa och kvantitativa data samt primära och sekundära data. Empirins första del innehåller information som vi använt för att beskriva och analysera vårt fallföretag. Informationen har varit nödvändig för att genomföra en värdering av företaget. Årsredovisningar har utgjort en stor del av det informationsunderlaget. Informationen utgörs av sekundärdata och är till största delen kvalitativ. Empirins första del innehåller också vissa kvantitativa data eftersom vi valt att använda tidsserier för att beräkna BNP-tillväxt och historisk avkastning.

För att erhålla mer kvalitativa data om viktiga aspekter kring LBOs genomförde vi ett antal intervjuer. Intervjuerna presenteras i empirins andra del och utgör uppsatsens primärdata. Sammanlagt gjorde vi sju stycken intervjuer under mars månad. Intervjuerna pågick mellan en och två timmar. De sju intervjuerna kan kategoriseras i två grupper: en grupp där intervjuer genomfördes med private equity-företag och en grupp där intervjuer genomfördes med banker. Syftet med att intervjua private equity-företag var att samla in information angående generella aspekter för LBOs, värdering av LBO samt information om den bransch där vårt fallföretag är verksamt. Vi valde endast de private equity-företag som hade stor erfarenhet av LBOs. Tre banker intervjuades också till syfte att förbättra kunskapen om finansiering av

LBOs. Eftersom lånekapital utgör den största delen av kapitalet vid en LBO, ansåg vi att det var nödvändigt att förbättra kunskapen om lånefinansiering vid LBO och vilka villkor som gäller.

Samtliga intervjuer utom en bandades och transkriberades. Eftersom intervjuresultatet blev omfattande har vi valt att sammanfatta intervjuerna i uppsatsen. Det sammanfattade resultatet av intervjuerna presenteras under respektive kategori: det vill säga private equity-företag och bank. Frågorna och svaren är strukturerade och sammanfattade i kronologisk ordning för att underlätta läsandet.

2.4 Analys av insamlad data

För att underlätta och förbättra analysen av referensram och empiri, har vi utgått från grounded theory och en variant kallad multi grounded theory (Goldkuhl G. & Cronholm, S., 2003). Multi grounded theory (MGT) utgår både ifrån referensram och ifrån empiri när analys av data sker. Förespråkare av den ursprungliga varianten av grounded theory ansåg att empirin skulle analyseras utan att forskaren hade påverkats av andra teorier. Vi anser att det är svårt att helt förutsättningslöst analysera data och har därför valt att utgå ifrån MGT.

När grounded theory tillämpas skapas kategorier. För varje kategori skapas därefter egenskaper och dimensioner. Kategorierna relateras genom kausala samband. Eftersom den här uppsatsen har en omfattande referensram och empiriskt underlag har det också varit fördelaktigt att indela data i kategorier och egenskaper för att skapa förståelse inför den analys vi genomfört av en LBO.

2.5 Validitet och Reliabilitet

Validitet och reliabilitet är två viktiga begrepp vid all forskning. Validitet betyder giltighet och reliabilitet ungefär det samma som tillförlitlighet. Många forskare anser att det är svårt att påvisa validitet och reliabilitet för kvalitativa undersökningar. Det är dock viktigt att även slutsatser i kvalitativa metoder granskas. (Jacobsen, 2002)

2.5.1 Intern giltighet

För att testa om det undersökta fenomenet beskrivits på rätt sätt används den interna giltigheten. Intern giltighet handlar om att se till att det som ska undersökas verkligen undersöks. Intern giltighet kan testas genom att resultatet jämförs med andra undersökningar, annan teori och empiri, genomgång av urval av använda källor och analys av informationens kvalitet. (Jacobsen, 2002)

På grund av att det här är en fallstudie kan den interna giltigheten vara svår att verifiera genom att resultat från andra undersökningar analyseras. Vi har inte heller funnit någon annan studie som analyserat en LBO av ett enskilt företag. Vi anser att den interna giltigheten dock kan antas vara god utifrån den teori och empiri som använts. Vi har analyserat mycket teori och genomfört intensiva intervjuer till syfte att erhålla en god kunskap om det studerade fenomenet. Eftersom vi valde att utforma uppsatsen som en fallstudie har också djupet blivit större och förståelsen för det enskilda fallet ökat. Därmed är den interna giltigheten förbättrad.

Tiden är en aspekt som påverkar uppsatsens interna giltighet. Den interna giltigheten kan försämrans i framtiden i takt med att företaget och dess intressenters förutsättningar förändras.

2.5.2 Extern giltighet – generalisering

Om den interna giltigheten kan sägas vara god kan den externa giltigheten för vår uppsats istället anses vara låg. Enligt Jacobsen (2002) innebär extern giltighet möjligheten att applicera undersökningens resultat på andra enheter, det vill säga att generalisera. Generalisering handlar om att man utifrån ett specifikt fall uttalar sig om en helhet i ett sammanhang (Lundahl & Skärvad, 1999).

Avsikten med den här uppsatsen är inte att generalisera eftersom vi endast avsett att undersöka ett fallföretag. Den externa giltigheten ska därför betraktas som låg och uppsatsens resultat är svårt att applicera på andra företag. På grund av att varje företags egenskaper är unika är det svårt att utifrån ett fall uttala sig om andra. De enda generella bidrag uppsatsen ger är förståelse för hur en LBO kan genomföras och ett resultat som kan ge exemplifierande kunskap om vilka förutsättningar som är viktiga att ha i åtanke när en LBO av ett publikt aktiebolag genomförs.

2.5.3 Tillförlitlighet – reliabilitet

När reliabilitet testas undersöks resultatens tillförlitlighet. Det är viktigt att det går att lita på uppsatsens resultat. (Jacobsen, 2002)

För att förbättra uppsatsens tillförlitlighet har vi använt källor som har en god kvalitet samt är anpassade efter uppsatsens syfte. Empirin grundar sig också på företag och banker med lång erfarenhet och god kunskap inom området.

2.6 Metodkritik

På grund av att uppsatsen är strukturerad som en fallstudie är det svårt att uttala sig huruvida resultaten är möjliga att applicera på andra företag. Genom att vi valde att utforma uppsatsen som en fallstudie har därmed den externa giltigheten minskat. Vi har dock valt att prioritera intern före extern giltighet. Som alternativ till den utformning vi valt att göra, hade det också varit intressant att genomföra en studie inriktad mot flera fall för att uppnå en förbättrad möjlighet att generalisera. Resurserna och tiden är dock inte tillräcklig för att både göra en intensiv och extensiv studie, vilket har medfört att vi istället valt att fokusera på djupet.

2.7 Källkritik

När data samlas in finns det alltid risk för att viktig information uteblir. Trots att en omfattande informationsinsamling genomförts är det ändå troligt att mycket relevant information missats. För att minska risken har vi försökt att vara konsekventa vid sökning efter information i de medium som angivits ovan. Med konsekvens avser vi användning av samma sökord (villkor) inom samtliga medium som legat till grund för datainsamlingen.

I och med att datainsamlingen är ett urval av en icke känd population av tillgängligt material om LBOs, är det svårt att verifiera att vi verkligen funnit den mest relevanta informationen.

::: Del II :::

Referensram

3 Introduktion till riskkapital & LBO

Följande kapitel innehåller en genomgång av olika begrepp inom områdena för private equity och utköp av företag. Därefter förklarar vi begreppet LBO. Kapitlets syfte är att ge en kortfattad introduktion till LBO och riskkapitalmarknaden. I slutet av kapitlet följer en sammanfattning.

3.1 Genomgång av begrepp

Inom området för riskkapital, private equity och utköp finns flera olika begrepp för fenomen som många gånger är samma företeelse, eller företeelser av liknande karaktär. Vid studier av private equity och LBOs är det viktigt med en tydlig distinktion mellan de begrepp som används inom området. I kommande stycke följer en genomgång av de begrepp som är relevanta för vår studie. Utgångspunkten är riskkapital överlag och vi kategoriserar olika typer av riskkapital för att förenkla och förklara begreppet LBO.

3.1.1 Riskkapital och riskkapitalmarknaden

Nedanstående citat ger en bra bild på hur pass komplexa begrepp inom riskkapitalmarknaden verkligen är:

“One of the beauties of the European private equity industry is that it has many names, some of them which contradict each other, and some of them overlap. When turning to translations, the confusion is even greater.”

Källa: Serge Raicher, (2000), (s.27)

Den största delen av forskningen kring private equity, och speciellt utköp, är gjord i USA och Storbritannien, vilket betyder att litteraturen av förklarliga skäl oftast är engelskspråkig. Detta leder, som Raicher (2000) påpekar, till problem vid försök att översätta. Visserligen använder vi oftast de engelska benämningarna för olika facktermer, inte minst inom ekonomi och finansiering. Problemet är dock att läsare och författare ibland gör egna direktöversättningar, vilket kan leda till feltolkningar. Beroende på källa kan läsaren erhålla en annan beteckning än vad han eller hon är van vid. Det leder till att missförstånd kan uppstå.

3.1.2 Private equity

Som tidigare påpekats finns flera förklaringar, beskrivningar och definitioner av private equity, dess innebörd och omfattning. Bierman (2003) menar att

begreppet private equity används på flera olika sätt. Inom ramen för private equity ingår flera olika former av riskkapital. Enligt EVCA⁴ (2004) består private equity av fyra kategorier av investeringar; venture capital⁵, utköp⁶, mezzaninkapital⁷ och investeringar vid speciella tillfällen. Venture capital omfattar investeringar i ett tidigt skede av företagets livscykel. Utköp förekommer i ett senare skede av företagets livscykel och är ofta inriktade mot stabila företag med etablerade verksamheter, tydliga affärsplaner och starkare kassaflöden.

SVCA⁸ (2005) har en liknande beskrivning av private equity men inkluderar, förutom venture capital och utköp, också begreppet business angels⁹. Enligt Bierman (2003) handlar private equity om aktiekapitalet i ett aktiebolag där aktieandelarna ägs av ett fåtal investerare och inte handlas på någon konventionell kapitalmarknad. Eftersom venture capital endast omfattar investeringar utanför de konventionella och publika marknaderna kan det utifrån förklaringen betraktas som private equity. Det är däremot oklart huruvida samtliga former av utköp alltid kan betraktas som renodlad private equity. Bierman (2003) menar att en LBO inte fullt ut är private equity eftersom förvärvet kan göras med ett företag som handlas på en konventionell marknad, det vill säga ett publikt börsföretag.

Nedanstående bild illustrerar olika investeringsskeden i private equity. Vårt målområde, det vill säga LBO, ingår under kategorin utköp. Utköpskategorin kan i sin tur indelas i olika former av utköp, vilket presenteras i efterföljande stycke

⁴ European Private Equity & Venture Capital Association, representerar den Europeiska private equity-sektorn och dess medlemmar verksamma inom den marknaden.

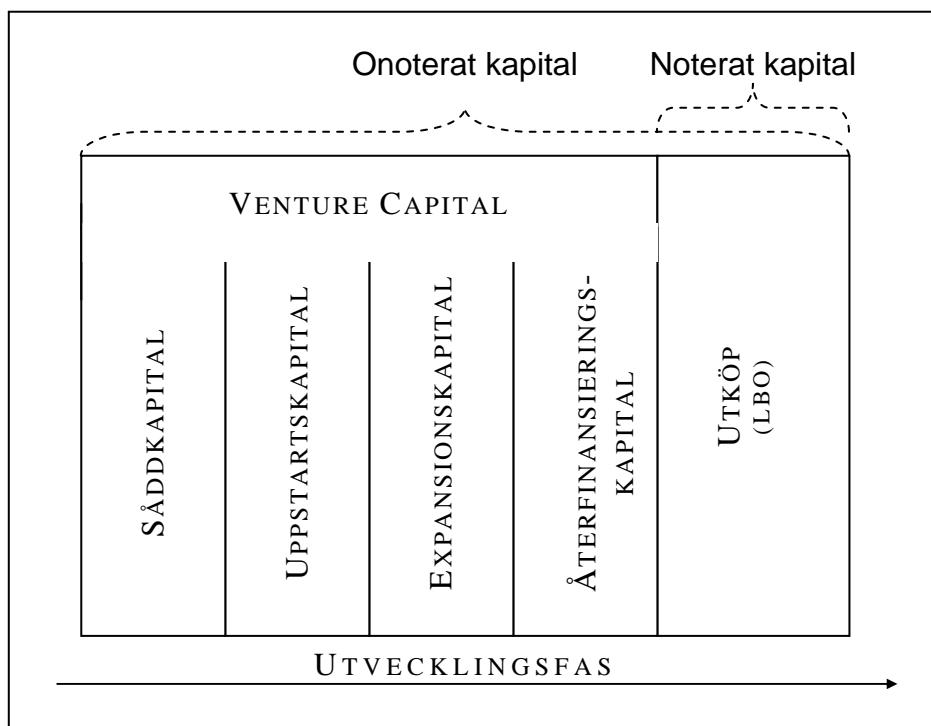
⁵ Venture capital indelas vanligen i olika faser beroende på tidpunkt för investeringen. Den tidigaste fasen är såddkapital, följt av uppstarts-, expansions- och återfinansieringskapital.

⁶ Utköp är en översättning av engelskans *buyout*. I rapporten har vi valt att använda det svenska begreppet.

⁷ Mezzaninkapital är en slags hybrid av eget kapital och lånat kapital. Mezzaninkapital beskrivs mer ingående i senare delar av uppsatsen.

⁸ Swedish Private Equity & Venture Capital Association, ideell intresseförening för företag och personer som är aktiva på den svenska riskkapitalmarknaden.

⁹ Business Angels är privata investerare som placerar kapital i private equity-företag (SVCA, 2005)



Figur 1. Venture capital och buyouts.

Källa: Egen bearbetning utifrån ovanstående text.

3.1.3 LBO och andra former av utköp

Inom ramen för utköpsdelen av private equity ingår ett antal olika former av utköp. Vår rapport är inriktad mot leveraged buyouts, men för att förtydliga rapportens omfattning och innehåll genomför vi en genomgång av olika utköp och förklarar skillnaderna.

När en LBO genomförs finansieras förvärvet av en grupp finansiärer som använder målföretagets kommande kassaflöde och/eller tillgångar som säkerhet för låntagande. Förvärvet organiseras av speciella anordnare, investmentbanker samt finansiärer och personer från företagets ledning. En LBO kan förklaras och definieras utifrån andel Lånat kapital/Totalt kapital och en vanlig andel lån i kapitalstrukturen är 70 % (Mills, 2000). Baldi (2003) menar att en LBO, utöver ovanstående beskrivning, också kan förklaras som ett förvärv där företaget (oftast holdingbolaget¹⁰) efter genomfört köp har en hög andel lån i kapitalstrukturen. En LBO kan också ses som en affär där ett publikt företag görs privat och där köpet finansieras med en hög andel lån.

¹⁰ Ofta struktureras en LBO genom att ett holdingbolag bildas och köper målföretaget. Förvärvslånen läggs då i holdingbolaget.

(Bierman, 2003) Vår undersökning är inriktad mot Biermans definition av LBO eftersom vi genomför ett fiktivt köp av ett publikt bolag och finansierar köpet med en hög andel lånat kapital.

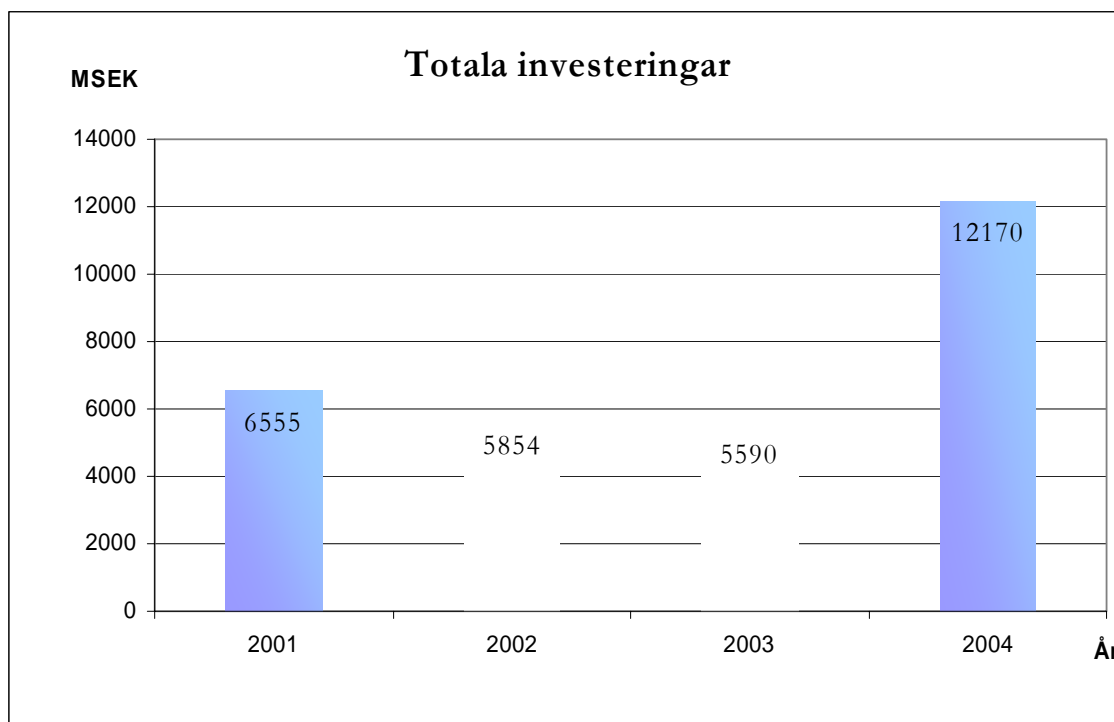
I de fall ledningsgruppen får en betydande del av ett förvärv kallas förfarandet för en management buyout, MBO (Arzac, 2005i). Vid en MBO förvärvar den nuvarande företagsledningen, tillsammans med riskkapitalbolag och eventuella andra investerare, ett företag eller ett dotterbolag. Vanligt förekommande situationer där en MBO genomförs är försäljning av ett dotterbolag till dotterbolagets ledning och generationsskiften i familjeföretag där nuvarande ägare pensioneras. (www.3i.com, 2005) Skillnaden mellan en LBO och en MBO är därför graden av medverkan hos existerande företagsledning i förvärvet, där medverkan syftar på ledningens andel i aktiefördelningen i affären (Biermann, 2003). Vid en hög grad av medverkan i en LBO benämns det som en MBO. Nyman (2002) påpekar att de flesta MBOs i praktiken också är en LBO.

Management buy-in, MBI, är en annan förekommande form av utköp. Till skillnad från en MBO där den existerande ledningen genomför förvärvet, innebär en MBI att en utomstående ledning köper in sig i det nya företaget. Förvärvet sker ofta med finansiellt stöd från riskkapitalister. Förvärv av juridiska personer kan också ske som en kombination av ovanstående förfaranden och därmed kommer förvärvet att bli en sammanslagning av en MBO och en MBI. Inom engelskspråkig litteratur benämns den här typen av förvärv BIMBO, vilket är en förkortning av buy-in management buy-out. Den sittande ledningsgruppen skapar tillsammans med den nya externa ledningen en oberoende verksamhet. (www.3i.com, 2005)

3.2 Riskkapitalmarknadens utveckling

Trenden inom den Europeiska riskkapitalmarknaden, framförallt private equity-delen, har fram till år 2000 visat en kraftig ökning i investerat kapital (www.evca.com, 2005). En viktig anledning till den starka uppgången från 1980 och framåt är utbredningen av kapitalmarknader för lånat kapital. Låntagare som tidigare inte haft möjlighet till lånat kapital fick tillgång till omfattande tillgångar och kunde använda det lånade kapitalet till att finansiera uppköp av företag. (www.valuebasedmanagement.net, 2005) En fallande konjunktur under senare år har dock lett till att det investerade kapitalet har minskat, speciellt i Europa (www.evca.com, 2005).

Till skillnad från den europeiska private equity-marknaden, har den svenska marknaden fortsatt uppåt, även de senaste åren. Investeringsbeloppet för år 2004 har nästan fördubblats jämfört med år 2003¹¹. (Berggren, T. et al, 2005)



Figur 2. Investerat kapital på den svenska utköps-marknaden.

Källa: www.svca.com, 2005

Framtidsutsikterna för svenska private equity-marknaden ser positiva ut. Konjunkturen i riskkapitalmarknaden väntas få en positiv utveckling, enligt en undersökning som SVCA¹² och NUTEK¹³ årligen utför gemensamt. Bland utköpsföretagen förväntar sig 50 % under fjärde kvartalet 2004 (72 % tredje kvartalet) att konjunkturen för den kommande 12 månadersperioden kommer att förändras positivt. (Berggren, T. et al, 2005)

Den positiva attityden håller även i sig vad gäller antalet projekt att investera i. Sammantaget anser 69 % (67 % tredje kvartalet) av de företag som svarat på undersökningen att det finns tillräckligt med intressanta investeringsprojekt. Till skillnad från konjunkturförändringen är utköpsföretagen mer positiva än

¹¹ En ökning med drygt 70 %, från 9 688 Mkr år 2003 till 16 834 Mkr år 2004

¹² Swedish Private Equity and Venture Capital Association

¹³ Verket för näringslivsutveckling

venture capital-företagen inför framtiden, 72 % (71 % tredje kvartalet) respektive 68 % (66 % Q3). (Berggren, T. et al, 2005)

3.3 Sammanfattning

Risikkapital är kapital som placeras i en verksamhet som eget kapital. Private equity är en form av riskkapital men är inriktat mot investeringar i privata bolag respektive publika bolag som köps och övergår till privat bolag. När ett publikt bolag köps från börsen kallas köpet för ett utköp, på engelska buyout. Ett utköp kan vara en LBO eller en MBO. Begreppet LBO omfattar utköp där köpet finansieras med en stor andel lånat kapital, ofta upp till 70 % av totalt kapital. I en MBO har målföretagets ledning en betydande del i köpet.

Fram till år 2000 hade den europeiska utköpsmarknaden en positiv utveckling, som dock till viss mån avstannade efter millenniumskiftet. Den svenska marknaden för utköp har dock varit stark de senaste åren och ökade framförallt mycket mellan år 2003 och 2004. Enligt studie av SVCA och NUTEK förväntar sig riskkapitalbolagen att marknaden får en fortsatt stark utveckling under 2005.

4 Genomförande av LBO

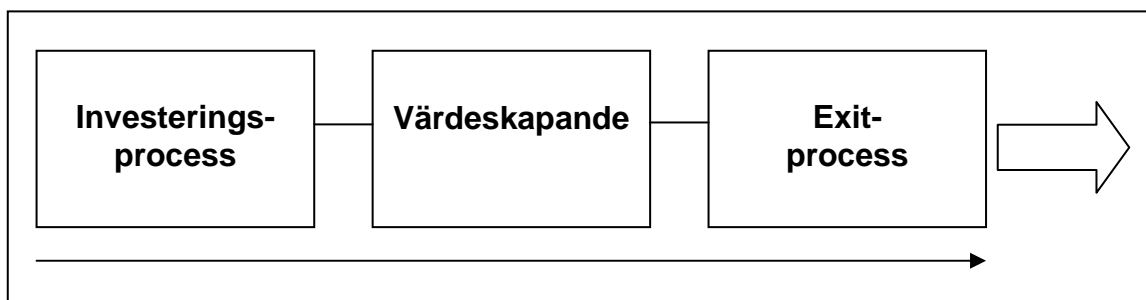
I följande kapitel beskrivs och illustreras tillvägagångssättet vid en LBO. Kapitlets syfte är att kortfattat förklara hur processen går till och vad den kännetecknas av.

4.1 Tre huvudsakliga steg

Damodaran (2001) beskriver hur själva processen för att förvärva ett företag går till. Processen omfattar inledande strategier till de värdeskapande aktiviteter som tar vid när transaktionen genomförs. Inledande strategier inbegriper utveckling av ett tillvägagångssätt och vad den utvecklade strategin innebär för resurskrav. Därefter väljs företag och värderingar utförs. Under det tredje steget uppskattas ett pris för förvärvet och en identifiering av de bästa finansieringsformerna genomförs. Det fjärde och sista steget är att lyckas med förvärvet efter det att transaktionen är genomförd. När transaktionen är avslutad måste nödvändiga uppgifter för värdeskapande initieras för att skapa värde.

Genomförande av en LBO kan enkelt sett delas in i tre olika steg. Processen illustreras i *Figur 3* nedan. Ett utköp har ofta en tidshorisont på 3-7 år. (SVCA, 2005)

Inledningsvis sker en investeringsprocess på 3-6 månader. Under investeringsfasen vid en LBO ska målföretaget värderas (Bierman, 2003). Värdering kan se utifrån olika modeller och såväl tillvägagångssätt som resultat skiljer sig beroende på vilket val som görs (Damodaran, 2002). Efter värdering struktureras och finansieras affären. I processen ingår då att anta en kapitalstruktur och sälja andelar till olika investerare. (Bierman, 2003)



Figur 3. Genomförande av ett utköp (egen bearbetning)

Källa: (SVCA, 2005)

När transaktionen är genomförd följer en period på cirka 3-5 år där värdetillförande aktiviteter utförs (SVCA, 2005). Vanliga aktiviteter är omstrukturering av verksamheten, förvärv och olika program till syfte att effektivisera företaget. (SVCA, 2005) När investeringens tid går mot sitt slut är det dags att finna lämpliga sätt att avyttra företaget. Vinsten realiserar ofta flera år efter köpet genom att en IPO¹⁴ görs eller genom en strategisk försäljning till ett annat företag (Arzac, 2005). Avyttringar av företaget kräver att en lämplig exit-strategi¹⁵ antagits. Den så kallade exit-processen är sedan ungefär 3-6 månader lång. (SVCA, 2005)

¹⁴ IPO är en engelsk förkortning för Initial Public Offering, vilket innebär börsbotering. IPO är vanligt i samband med LBO och innebär att det private företaget noteras på en marknad (Arzac, 2005)

¹⁵ Exit är försäljningen av investering, vid en LBO ett målföretag.

5 Effekter av LBO

I nedanstående kapitel presenterar vi de värdeskapande effekter som kan uppnås i samband med LBOs. Det finns många olika argument till fördel för genomförande av en LBO och vi har indelat värdeskapande faktorer i olika kategorier. I de efterföljande delarna presenterar vi också vanligt förekommande nackdelar med LBOs. Kapitlets avslutande avsnitt innehåller en sammanfattning.

5.1 Inledning

Syftet med en LBO är att skapa ett högre värde på företaget. Det är dock långtifrån alla företag som är lämpliga kandidater för en LBO. Det är stor skillnad mellan företag och en LBO kräver att flera förutsättningar är uppfyllda för att effekten av transaktionen ska bli positiv. En ideal LBO-kandidat bör ha följande kriterier (Arzac, 2005):

- Kassaflöden ska vara möjliga att uppskattas och det ska finnas kapacitet för goda kassaflöden.
- En kompetent ledning som förstår förutsättningarna och konsekvenserna med en LBO.
- Företagets tillgångar är viktiga, framförallt möjligheten att minska rörelsekapitalet.
- Tillgång till en marknad att sälja företag på efter några år.

SVCA (2005) lyfter också fram ovanstående faktorer och påpekar samtidigt att det är fördelaktigt med en ledande marknadsposition och ett konjunkturoberoende.

Genom en LBO kan ett företag skapa förutsättningar att förbättra verksamheten och öka värdet på flera olika sätt. Kapitalomfördelning medför utökade möjligheter att utnyttja verksamhetens värdedrivare genom att tidigare underfinansierade faktorer kan utnyttjas och stärka verksamheten. Anledningar till att genomföra en LBO kan också vara strategiska köp av produktlinjer, avdelningar eller hela företag. En LBO medför ofta en implementering av en rehabiliterande strategi där syftet inriktas mot förnyelse och förbättring av undermåliga företag i en mogen bransch. (Baker & Smith, 2000) Företag med olika former av svagheter och problem erbjuder möjligheter att förbättra verksamheten och kan företaget förvärvas till ett rationellt pris finns goda förutsättningar till hög avkastning till investerarna.

En LBO är dessutom ett alternativt sätt att finansiera management buyouts, företagsförvärv, avyttringar, värderingar och återfinansieringar (www.businessfinance.com, 2005).

5.2 Motiv för LBOs

Anson (2002) beskriver fem olika kategorier av situationer där LBOs kan skapa värde. Det är viktigt att notera att det inte finns något standardformat eftersom varje företag är unikt med en egen samling attribut. Säreenskaperna vid en LBO medför att varje investering kräver motiveringar och beslut som grundar sig i varje situations förutsättningar. (Anson, 2002)

5.2.1 Effektivare verksamhet

Författaren nämner först möjligheten att förbättra den operativa effektiviteten. Företag med en ineffektiv operativ struktur kan genom ett förvärv rationaliseras och förbättras. Uppdelning av ägande och ledningens styrning av företaget kan även orsaka agentkostnader enligt agent- och principalteorin (Jensen et al, 1976). Enligt agent- och principalteorin saknar företagens ledning incitament för att skapa värde. Anledningen till att incitament uteblir är ledningens begränsade andel ägande i företaget. Det innebär att deras vilja att driva företaget många gånger kan ligga utanför övriga intressenters intressen. Intressekonflikter där ledning och ägare inte kommer överens medför ofta höga övervakningskostnader och ineffektiv styrning av företaget. (Anson, 2002) Brealey & Myers (2003) argumenterar också för att incitament för företagens ledning är en viktig faktor för värdeskapande. Det kan dock vara svårt att uppskatta hur mycket utökade incitament bidrar till att företaget förbättrar verksamheten och ökar i värde.

Agent- och principalproblem kan reduceras vid en LBO genom att ledningen får en större personlig ägarandel av företaget och därmed utökat incitament att styra företaget utifrån ett ägarperspektiv. (Anson, 2002) Även Damodaran (2002) och Gogel (2000) poängterar ökade incitament för värdeskapande vid LBO som en tydlig anledning till genomförande av affären. Gogel (2000) lyfter också fram ett nytt och mer kompetent managementteam som en viktig fördel. De menar att nuvarande nyckelpersoner ofta fortsätter och att ny personal rekryteras till de poster som tidigare varit otillfredsställande ur ledningssynpunkt.

Enligt Gogel (2000) har LBO-företag flera strukturella och beteendemässiga fördelar att tillgodose ett företag med genom investeringen. En positiv inverkan som en LBO medför är att i verksamheter där personalen övervakas mer arbetar de även effektivare, även känt som Hawthorne-effekten. Gogel (2000) menar att företagets ledning observerar och lägger märke till personalen mer efter en LBO och det medför att den operativa effektiviteten stärks.

5.2.2 Förbättrade förutsättningar för entreprenören

Enligt Anson (2002) kan en LBO också skapa värde genom att ta fram förutsättningar för entreprenören att satsa mer tid och resurser på nya innovationer. När mer kapital finns tillgängligt får företaget utökad möjlighet att ta tillvara verksamhetens humankapital och möjlighet att utveckla ett förbättrat produktutbud. Inom ett större företagskonglomerat kan också en enskild division avyttras genom en LBO och därmed ge enhetens personal förbättrade förutsättningar att fokusera på sin kärnverksamhet. Som enskilt företag kan den tidigare divisionen utnyttja friheten till att implementera sin affärsidé fullt ut. Anson (2002) benämner den här formen av värdeskapande för entreprenörs-LBO.

5.2.3 Uppdelning av företagskonglomerat

En tredje typ av LBO där betydande värde kan realiseras är utköp av delar av ett företagskonglomerat. När ett företagskonglomerat består av olika divisioner, dotterbolag etc. där de olika delarna är verksamma inom helt olika affärsområden, blir det svårare för investerare att analysera företagen. Många analytiker är också negativt inställda till företag vars verksamhet är svår att definiera inom en viss bransch. Företag med otydlig inriktning för kapitalmarknaden kan bli missuppfattade och därmed undervärderade, enligt Anson (2002). Det minskar möjligheten att erhålla investerat kapital och skapar därmed försämrade förutsättningar för att utveckla affärsidéerna inom konglomeratet. För att effektivisera verksamheten kan en LBO genomföras för att friställa enheter som inte är förenliga med konglomeratets struktur. Gogel (2000) påpekar också att LBOs är ett sätt att förbättra ett konglomerat genom att urskilja enheter som ligger utanför kärnverksamheten. En företagsledning kan vara ovillig att ansvara för en vidareutveckling av de verksamhetsområden som för närvarande inte är lönsamma eller ligger utanför kärnverksamheten. I de fall de ansvariga personerna för enheten i fråga är av annan åsikt, uppkommer möjligheten att genomföra en buyout av verksamheten och de kan köpa enheten från konglomeratet. Damodaran

(2002) påpekar att en ledning för ett företag eller en verksamhetsenhet kan ha olika uppfattning om värdet gentemot investerare. Ledningen i företagen har tillgång till information som inte investerare har. En LBO kan därför vara ett sätt för ledningen att köpa ut sitt företag när de anser att det är undervärderat.

5.2.4 En köp- och byggstrategi

En köp- och byggstrategi¹⁶ är en procedur som innehåller flera olika förvärv av företag och divisioner genom upprepade utköp. Enligt Anson (2002) inleder ett LBO-företag med en eller flera initiala köp för att sedan följa upp med ytterligare uppköp som strategiskt passar in i den skapade portföljen. Köp- och byggstrategier kan tillvarata synergier genom att kombinera flera mindre företag till ett större. Den här värdeskapande LBO-strategin kan betraktas som motsatsen till ovanstående strategi eftersom ett större företag i det här fallet skapas istället för att brytas ned. (Anson, 2002) Synergier kan också följa av expanderings till verksamheter inom branscher som ligger utanför den nuvarande verksamheten (www.valuebasedmanagement.net, 2005).

5.2.5 Finansiella fördelar

Den femte kategorin för värdeskapande är inriktad mot företag med en kapitalstruktur som behöver förändras (Anson, 2002). Under tidigare år var det mycket vanligt att LBOs motiverades utifrån rent finansiella argument där det fanns betydande möjligheter att öka aktieägarvärdet genom en bättre hävstång på det egna kapitalet. Enligt studier är det dock i dagsläget vanligare att värde skapas utifrån de ovanstående argumenten och mer fokus ligger på strategiförbättringar, incitament för ledningen och effektivisering av den operativa verksamheten (Tuck School of Business, 2003).

Som tidigare påpekats har strukturen för LBO-transaktioner genomgått förändringar under åren. 1980-talet kännetecknades av en mycket hög andel lånat kapital. Investerare motiverade ofta en LBO utifrån möjligheten till en högre hävstång på det egna kapitalet. Under senare år har dock argumenten för LBOs alltmer frångått ett rent finansiellt värdeskapande. Nuvarande argument för LBOs är istället inriktade mot att skapa värde genom effektivisering av operativ verksamhet, skapa incitament för ledningen och bygga upp förbättrade strategier för företaget. Det rent finansiella argumentet

¹⁶ Köp- och byggstrategi är en direktöversättning från engelskans *buy and build strategy*, Anson (2002).

utifrån ökad hävstång på det egna kapitalet har alltmer förlorat i betydelse. (Mills, 2000)

5.3 Motiv mot LBOs

Ovanstående argument är alla möjligheter till förbättring av verksamheten tack vare LBO. Det är dock viktigt att ha i åtanke att en LBO också medför svårigheter och begränsningar för företaget. För publika företag och investeringar är den höga likviditeten på aktiemarknaden troligtvis det starkaste argumentet och den mest påtaliga fördelen gentemot privata investeringar. En investering på kapitalmarknaden är oftast enkel att avyttra utan att transaktionskostnaderna blir alltför höga. En privat investering är däremot svår att sälja. I många fall är det besvärligt att hitta köpare eftersom ingen publik aktiemarknad existerar där köpare och säljare enkelt kan mötas. (Bierman, 2003)

På private equity-marknaden är utrymmet också större för subjektiva bedömningar som gör att en av parterna får ett felaktigt pris. Processen vid en privat affär kan också vara utdragen (Bierman, 2003) vilket kan medföra högre transaktionskostnader.

När ett företag inte längre är publikt och noterat på en kapitalmarknad minskar tillgången till externt kapital för att finansiera verksamheten (Damodaran, 2002). Det är då viktigt att verksamheten ger goda kassaflöden som kan reducera behovet av finansiering från kapitalmarknaderna. Bierman (2003) beskriver också problemen med att erhålla investeringar utanför den publika marknaden. En ytterligare faktor som kan medföra att privata företag har svårare att attrahera investeringar är att de inte står under samma reglering som publika företag. Publika aktiebolag omfattas av redovisningslagar som kräver att företaget redovisar bokslut under granskning av auktoriserade revisorer. Utöver de nationella redovisningslagarna har oftast börserna interna regelverk som de noterade företagen måste följa. Potentiella investerare får högre förtroende för företag som är kontrollerade av objektiva granskare. (Bierman, 2003)

Anson (2002) påpekar att riskerna vid en LBO generellt sett är lägre än vid investering i venture capital. Det finns dock många risker med LBOs och den mest uppenbara är den höga andelen lånefinansiering. Ifall företaget inte lyckas generera tillräckliga kassaflöden ökar risken för att

amorteringsförpliktelse inte uppfylls vilket i värsta fall kan medföra konkurs.

5.4 Sammanfattning – Effekter av LBO

Alla företag är inte lämpliga som målföretag för en LBO. För att en LBO ska kunna genomföras är det viktigt med goda kassaflöden, en kompetent ledning, en potentiell marknadstillväxt, konjunkturoberoende och möjlighet att förbättra tillgångarna. Det är också viktigt att det finns goda möjligheter att sälja företaget (avyttra investeringen) i framtiden.

Varje LBO är unik och karaktäriseras av olika förutsättningar för att uppnå lyckade resultat. Vanliga fördelar som nämns i samband med LBOs är effektivare verksamhet tack vare rationaliseringar, omstruktureringar och ökade incitament för företagets ledning. En LBO kan också motiveras utifrån syftet att förbättra företagets entreprenörmöjligheter, uppdelning av ett företagskonglomerat samt en köp- och byggstrategi. Rent finansiella argument kan också förekomma där kapitalstrukturen behöver förändras eller avkastningen på eget kapital kan ökas.

Negativa effekter kan vara en förlorad likviditet när företaget avnoteras från börsen och blir privat. Det innebär att det kan vara svårt att sälja företaget några år efter genomförd LBO. En annan nackdel är att det kan vara svårt att få tillgång till externt kapital när företaget inte längre är publikt och noterat på en aktiemarknad.

6 Värdering vid LBO

Kapitel 6 innehåller en introduktion till värdering av företag och en förklaring av värdering av LBOs. Vi genomför en genomgång av de värderingsformer som vi använder. Därefter beskrivs faktorer som är särskilt viktiga vid värdering av LBOs. Precis som i tidigare kapitel görs en sammanfattning i slutet.

6.1 Inledning

Precis som vid värdering av fusioner, förvärv av publika företag eller investeringar i venture capital, har också LBOs flera speciella faktorer att ta hänsyn till. Vid en värdering av ett målföretag för en LBO är vissa företeelser likartade i jämförelse med andra värderingar, medan andra skiljer sig åt och kräver ett annat tillvägagångssätt. Till skillnad från venture capital, där de nystartade företagen inte har mycket historiska data tillgängliga för värdering, har en LBO oftast tillgång till omfattande historisk information om målföretaget. (Bierman, 2003) Det goda informationsutbudet beror på att en LBO ofta genomförs med företag som funnits under en längre tid och därför har en mer omfattande historisk information. På grund av att ett utköp genomförs av en grupp investerare och transaktionen därmed endast omfattar målföretaget, blir också värderingsprocessen enklare. Vid till exempel fusioner av företag, måste två företag konsolideras och värderas som en sammanslagen enhet. Det finns följaktligen ingen potential för synergier och därmed inget behov av att värdera en sammanslagen enhet. (Damodaran, 2002) Private equity-företag har ofta inte ett tidigare företag inom samma bransch där det finns utrymme för synergier. Ett undantag är dock vid en köp- och byggstrategi där företag förvärvas till en redan existerande bas. I de fallen blir det nödvändigt att ta hänsyn till de synergier som kan motivera ett förändrat värde.

Damodaran (2002) påpekar att olika värderingar medför olika värden på företaget. Det är därför viktigt att använda ett lämpligt tillvägagångssätt. Tydliga motiveringar till antaganden är nödvändiga för att förtydliga och förklara de subjektiva aspekter som påverkar värderingen. (Bierman, 2003)

Bierman (2003) menar att det enda objektiva värde ett företag har är marknadsvärdet. När ett utköp, till exempel en LBO, genomförs brukar köparen få betala en premie utöver marknadsvärdet. Marknadsvärdet är enbart den lägre gränsen vid budgivning för utköp av företag. (Bierman, 2003)

I nedanstående text beskrivs de säregenskaper som uppkommer i samband med värdering av LBO.

6.2 Modeller för värdering av företag

Vid en LBO görs alltid en värdering med syfte att uppskatta ett pris på företaget som ska förvärvas. Ett företags värde kan beräknas genom att summera framtida kassaflöden och diskontera med lämplig faktor (Brealey & Myers, 2003). Damodaran (2002) menar att det finns många olika modeller för värdering av företag och att dessa utgår ifrån olika antaganden. Det är dock möjligt att kategorisera modellerna eftersom de har gemensamma egenskaper som möjliggör en gruppering. Ur ett generellt perspektiv kan tre kategorier bestämmas (Damodaran, 2002):

- **DCF-värdering**¹⁷ är kassaflödesvärdering där värdet av en tillgång beror av nuvärdet av förväntade kassaflöden som genereras av tillgången
- **Relativvärdering** uppskattar värdet av en tillgång genom att jämföra prissättningen med andra likartade tillgångar
- **Optionsvärdering**¹⁸ använder optionsprinciper för att uppskatta värdet av en tillgång.

Val av modell för värdering är mycket viktigt eftersom resultatet kan variera starkt beroende på vilken modell som valts. (Damodaran, 2002)

6.2.1 DCF – Kassaflödesvärdering

Vid kassaflödesvärdering uppskattas företagets framtida kassaflöden. Kassaflödena indelas ofta i olika perioder. Ett vanligt sätt är att anta en prognosperiod om till exempel 10 år. Under prognosperioden uppskattas företagets framtida utvecklingsmöjligheter. Efter prognosperioden tar företagets stabila period vid, den så kallade residualperioden. Under residualperioden antas företaget växa i takt med den ekonomiska utvecklingen.

¹⁷ DCF är en engelsk förkortning på Discounted Cash Flow (Damodaran, 2002)

¹⁸ Optionsvärdering kommer ej att användas vid värdering av Cloetta Fazer och beskrivs därför inte i uppsatsen. Anledningen till att optionsvärdering inte används i uppsatsen är att den inte är vanlig vid värdering av LBO, vilket framkommit i litteratur och genom intervjuer.

Anledningen till att en residualperiod används är att inget företag kan växa mer än marknaden under all framtid.

Den fundamentala principen för kassaflödesvärdering definieras (Damodaran, 2002):

$$\text{Värde} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Formel 1. Värdet av en tillgång

- n = Tillgångens livslängd
- CF = Kassaflödet under tidsperioden (t)
- r = Diskonteringsfaktorn för risken i kommande kassaflöden

Modellen kan sedan omstruktureras för att beräkna värdet på olika typer av tillgångar, till exempel eget kapital eller totalt kapital. Beroende på vilken tillgång som värderas kommer kassaflödena och diskonteringsfaktorn variera. Vid värdering av aktiekapitalet används endast det kassaflöde som är tillgängligt för aktieägarna. Diskonteringsfaktorn för eget kapital är avkastningskravet som investerarna har på investeringen vilket motsvarar den risk investeringen har. När hela företagen är utgångspunkt värderas det totala kapitalet utifrån företagets kassaflöden och diskonteringsfaktor. Diskonteringsfaktorn är kapitalkostnaden, WACC¹⁹. (Damodaran, 2002)

Formeln för WACC är:

$$WACC = (1 - T_C) r_D \times \frac{D}{D + E} + r_E \times \frac{E}{D + E}$$

Formel 2. Kapitalkostnad WACC

Källa: Brealey & Myers (2003)

där;

- T_C = företagets bolagsskatt
- r_D = långivarnas avkastningskrav
- r_E = ägarnas avkastningskrav

¹⁹ WACC är en förkortning av Weighted Average Cost of Capital (Damodaran, 2002)

- E = ägarnas kapital (bokfört värde)
 D = långivarnas kapital (bokfört värde)

När hela företaget värderas med WACC som diskonteringsfaktor blir värdet av företaget:

$$\text{Värde Företag} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF Företag}_t}{(1+WACC)^t}$$

Formel 3. Företagets totala värde

- n = Tillgångens livslängd
 CF = Kassaflödet
 t = tidsperioden
 WACC = Diskonteringsfaktorn för risken i kommande kassaflöden

Kassaflödesvärdering är fördelaktig att använda när företagets framtida kassaflöden är positiva och kan uppskattas med en relativt god säkerhet. Vid värdering av förvärv av ett företag finns det två viktiga aspekter att ta hänsyn till. Först måste värderingen beakta eventuella synergieffekter till följd av förvärvet. Därefter är det viktigt att undersöka om förvärvet innebär att ledningen byts ut och i så fall estimeras hur kassaflödena påverkas. (Damodaran, 2002)

6.2.2 Relativvärdering

En relativvärdering har sitt ursprung i priserna för jämförbara tillgångar. Jämförelsen kan utgå från enskilda tillgångar såväl som branscher eller andra referenspunkter. Denna jämförelse görs oftast utifrån olika multiplar. Vanliga variabler i multiplarna är vinst, kassaflöde, omsättning och bokförda tillgångar. På grund av att en relativvärdering utgår ifrån en jämförelse med andra företag och tillgångar, är analysen i grund och botten en jämförelse utifrån marknadsgenomsnittet. Relativvärdering utgår ifrån att marknadens genomsnittliga värde är rätt medan de individuella tillgångarna kan vara felaktigt prissatta och därför ha varierande värde. (Damodaran, 2002)

När en relativvärdering genomförs, konverteras värdena för de variabler som önskas undersökas. Variablerna måste få standardiserade värden för att en jämförelse ska vara möjlig. När relativa värden har tagits fram måste lämpliga jämförelseföretag identifieras. Eftersom inga företag är exakt lika varandra är det viktigt att ha förståelse för verksamheterna. (Damodaran, 2002)

Det finns fyra generella steg som måste genomföras för att värderingen ska bli effektiv. Först måste multiplarna definieras konsekvent och mätas enhetligt för de tillgångar som är utgångspunkter. Därefter är det nödvändigt att förstå hur multiplarna varierar beroende på vilken del av marknaden som undersöks. Det är viktigt att veta vad som är ett högt respektive lågt värde och vad som är ett typiskt värde för tillgången som värderas. Det tredje steget är att identifiera de fundamentala variabler som bestämmer värdet på multiplarna. En värderare måste förstå hur förändringar i variablerna påverkar multiplarnas värden. Det sista steget är att ta fram de tillgångar som är jämförbara och analysera skillnaderna. Analysen ska grunda sig i fundamentala skillnader som ligger till grund för olika värden i multiplarna. (Damodaran, 2002)

Damodaran (2002) menar att relativvärderingar har flera fördelar. En relativvärdering är inte beroende av lika många antaganden som en kassaflödesanalys är. Vidare är en relativvärdering också enkel och snabb att genomföra och har en bättre koppling till marknads nuvarande situation. Problemen med relativvärdering kommer främst av att analysen lätt utelämnar centrala variabler som till exempel risk, tillväxt och potentiella kassaflöden. På grund av den starka kopplingen till marknads nuvarande situation finns det också risk för att en relativvärdering överskattar ett företags värde när marknaden övervärderar andra tillgångar. Vice versa gäller när marknaden är inne i en negativ trend och eventuellt undervärderar de tillgångar företaget jämförs med.

6.3 Specifika faktorer vid värdering av LBO

Enligt Damodaran (2002) medför den höga andelen lån vid en LBO anledning att ta hänsyn till framförallt två särskilda faktorer vid värdering. På grund av att kapitalstrukturen till största delen utgörs av lån ökar de fasta utbetalningarna till långivarna och en mindre andel av det framtida kassaflödet tillfaller ägarna. När kassaflödet i större utsträckning används till amorteringar av lån ökar risken för aktieägarna. Det innebär att kostnaden för eget kapital blir högre på grund av en förhöjd finansiell risk.

Den andra faktorn att ta hänsyn till vid värdering av en LBO är det faktum att kostnaden för eget kapital successivt kommer att minska i takt med att företaget amorterar sina lån och därmed minskar sin finansiella risk.

Vid värdering av en LBO är det därför nödvändigt att justera för förändringar av kapitalkostnader. Vid värdering av ett publikt företag kan en fast kapitalkostnad antas och användas för att diskontera samtliga kassaflöden till en viss tidpunkt med en enda diskonteringsfaktor. (Damodaran, 2002) Vid en LBO måste diskonteringsfaktorn anpassas till kapitalstrukturen vid varje tidpunkt och en konstant WACC fungerar inte (Brealey & Myers, 2003). Kostnaden för eget kapital och för lånat kapital kommer därför att variera vid olika tidsperioder eftersom företaget hela tiden förändrar kapitalkostnaden när lånen betalas av (Damodaran, 2002). En LBO kan också ofta minska andelen lån genom försäljning av tillgångar, kostnadsbesparingar och förbättring av vinstmarginaler (Brealey & Myers, 2003). Det innebär att värderingen också måste beakta tillgångarnas värde och verksamhetens möjlighet till lönsamhetsförbättringar för att erhålla tillförlitliga diskonteringsfaktorer vid olika tidpunkter. Lyckas en LBO rationalisera verksamheten och förbättra lönsamheten kommer företaget betala av lånen tidigare vilket kräver justering av diskonteringsfaktorn under tidsperioderna.

I de fallen så kallade junk bonds förekommer måste de beaktas vid värdering av LBO. På grund av att det föreligger höga risker med framtida amorteringar minskar marknadsvärdet på lånen samtidigt som räntan ökar. Brealey & Myers (2003) påpekar att räntenivån kan bli oskäligt hög vid lån med hög risk och det medför svårigheter att uppskatta WACC. När risken ökar alltför mycket kommer den "utlovade" räntan att bli högre än vad som är skäligt för WACC. WACC utgår ifrån förväntad kapitalkostnad, med andra ord medelavkastning på kapitalet, och inte utlovad avkastning. Det innebär att det kan föreligga en spridning mellan WACC och utlovad kapitalkostnad. Det finns ingen enkel och pålitlig metod för att uppskatta förväntad kapitalkostnad, WACC, för junk bonds och andra lån med mycket hög risk. Mellan år 1977 och år 1999 visar en genomgående studie att den utlovade avkastningen på junk bonds var 4,8 procent högre än vanliga statsobligationer medan den verkliga realiserade avkastningen för junk bonds bara var 1,9 procent högre. (Brealey & Myers, 2003)

6.4 Sammanfattning - Värdering av LBO

Ett företag kan värderas på olika sätt. Ofta indelas värderingar i tre huvudsakliga kategorier; kassaflödesvärdering, relativvärdering och reala optioner.

En värdering av en LBO medför ett antal specifika faktorer som värderingen måste beakta. Den höga andelen lån medför att kassaflödena måste justeras med amorteringarna. På grund av att lånen (eller vissa lån) amorteras kontinuerligt förändras också kapitalstrukturen och kapitalkostnaden successivt. I de fall framtida effekter av en LBO inkluderas i värderingen måste också dessa effekter analyseras.

7 Finansiering av LBO

Kapitel 7 behandlar finansiering av LBOs. Eftersom lånefinansiering utgör en betydande del av en LBO beskriver vi lånefinansiering i detalj. Övriga former av finansiering vid LBO presenteras också. I slutet av kapitlet följer en genomgång av för- respektive nackdelar med lånefinansiering. Kapitlet innehåller också en sammanfattning av innehållet.

7.1 Introduktion till LBO-finansiering

Företagsfinansiering i form av en LBO karaktäriseras av en mycket hög andel lånekapital. En LBO har ofta en kvot för skuld/eget kapital på 3-4:1 och i vissa fall även högre, vid så kallade *highly leveraged transactions* (Nyman, 2002). Långivarna tillgodoser företaget med kapital och amorteringar och räntekostnader betalas av med hjälp av framtida kassaflöden. Eftersom en LBO är en riskfylld investering kan långivarna använda företagets tillgångar och framtida kassaflöden som säkerhet vid låntagande. Amorteringarna sker därefter oftast efter en förutbestämd avbetalningsplan (Brealey & Myers, 2003).

Under 1980-talet finansierades ofta LBOs med 90 % lån vilket gav en stark hävstångseffekt på eget kapital för aktieägarna. En viktig anledning till den höga andelen lånat kapital var de likvida obligationsmarknaderna. På 1990-talet minskade andelen lån något och de flesta LBOs finansierades med 75 % lånat kapital. Under den senaste tiden har andelen lån fortsatt att sjunka och en LBO har i dagsläget ungefär 70 % lånat kapital eller mindre. Den minskade proportionen lånat kapital har minskat den finansiella risken och begränsat potentialen för eget kapital samtidigt som risken i förvärvet också begränsats. (Mills, 2000)

7.2 Olika typer av lånefinansiering

Finansiering med lånat kapital kan ske med hjälp av olika former av banklån, obligationer, företagsobligationer och flera andra typer av lånat kapital. I nedanstående text beskrivs de former av kapital som finns tillgängligt vid finansiering av en LBO. Fokus ligger på lånat kapital eftersom det är den övervägande formen vid en LBO. Kapitalstrukturen vid en LBO har ofta två eller fler lager av lånekapital, där varje skikt har olika prioritet (Arzac, 2005i)

och lånekapitalet består av primära lån i form av banklån och/eller sekundära lån i form av företagsobligationer²⁰ (Anson, 2002).

7.2.1 Primära lån

Primära, även benämnda seniora, lån från banker, försäkringsbolag och andra institutionella investerare är säkrade med företagets tillgångar och framtida kassaflöde. Primära lån kan indelas i olika nivåer där varje nivå kan ha olika villkor. Under de inledande åren amorterar företaget sina lån och betalar räntekostnader med fritt kassaflöde från verksamheten. Det finns i det läget inga likvida medel för utdelning till aktieägare. (Arzac, 2005i) Säkerheten hos de primära lånen grundar sig i en högre prioritet med avseende på amorteringar i jämförelse med sekundära lån och aktiekapital.

Räntenivåerna varierar mycket beroende på förutsättningarna för varje LBO och det är svårt att fastställa ett precist intervall. Anson (2002) menar att primära banklån har en räntenivå omkring LIBOR²¹ + 250 punkter²².

7.2.2 Sekundära lån

Sekundära lån kan också indelas i nivåer där nivåerna skiljs åt genom varierande prioritet (Arzac, 2005i). Lån i samband med LBOs har dock generellt sett högre risk och därmed en högre kostnad än vanliga lån till mindre riskfyllda investeringar. (Giddy, 2005).

Sekundära lånefinansiärer, vilka investerar kapital genom köp av obligationer, kommer från kapitalmarknaderna och utgörs främst av riskkapitalfonder, försäkringsbolag, pensionsfonder och donationsfonder.

Under de inledande åren används företagets kassaflöde endast till att betala av kupongränta på lån från primära finansiärer. Kapitalinvesteringen (principal) för sekundära lån betalas inte av förrän efter några år, antingen genom en likvid återbetalning eller genom eventuell andel av företagets aktiekapital. I de fall kapitalinvesteringen kan köpas för ett lägre pris på en kapitalmarknad än det initiala priset som betalades, kan den sekundära lånefinansiären erhålla en likvid betalning. Vid högre priser på kapitalmarknaden är det fördelaktigare att

²⁰ Företagsobligationer är vanliga i USA och i Storbritannien. I Sverige förekommer företagsobligationer mer sällan och endast vid större transaktioner. (intervjumaterial)

²¹ Förkortning för London Inter Bank Offered Rate. Den ränta som bankerna tar vid utlåning till andra banker. (www.riksbanken.se, 2005)

²² En räntepunkt är en hundraedels procent. 250 punkter är därmed 2,5 %.

erbjuda finansiären ägarandel i aktiekapitalet. Utfärdade obligationer kan redan vid genomförandet av en LBO vara konvertibler med möjlighet att teckna aktier vid löptidens utgång. Konvertiblerna innehar en lägre kupongränta på grund av potentiell konvertering till aktier. (Arzac, 2005i)

När risken för en obligation blir högre förändras klassificeringen. Den engelska termen för högrisklån är junk bonds. Under 1980-talet när LBO-aktiviteten var hög i USA var finansiering med junk bonds mycket vanligt. Junk bonds definieras ofta utifrån en kreditranking av företag såsom Moody och Standard & Poor. Junk bonds har en lägre ranking än de obligationer som alla investerare tillåts investera i. Kreditrankingen utgår ifrån låntagarens förmåga att betala tillbaka lånen och ju högre risken är för betalningssvårigheter, desto sämre blir rankingen från Moody och Standard & Poor. Kommersiella banker, många pensionsfonder och andra institutionella investerare kan sakna tillåtelse att investera i obligationer under den nivå²³ som dessa kreditrankingsföretag tagit fram. (Brealey & Myers, 2003)

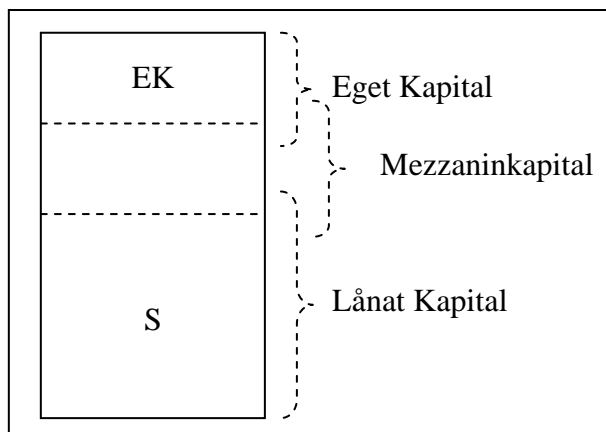
7.3 Andra typer av finansiering för LBOs

Förutom de två huvudsakliga formerna av lånat kapital; primära och sekundära banklån, finns ytterligare typer av lån och andra typer av finansiering som är vanligt vid LBOs (Giddy, 2005). Det finns också många kombinationer av finansiering och det är vanligt att flera investeringar innehåller olika andelar primära och sekundära lån.

7.3.1 Mezzaninfinansiering

Mezzaninkapital kan vara svårt att klassificera eftersom skillnader mellan eget kapital och skulder inte får en tydlig distinktion då det ser ut som en blandning av eget kapital och skulder. Syftet med mezzanin är att fylla gapet mellan eget kapital och seniora lån eftersom dessa inte alltid täcker hela summan. (www.bofabusinesscapital.com/, 2005-05-25.)

²³ Nivån benämns på engelska *Investmentgrade* (Arzac, 2005).



Figur 4. Mezzaninkapital

Källa: Egen bearbetning

Mezzaninkapital är viktigt och vanligt förekommande i samband med LBOs (Giddy, 2005; Anson, 2002). I många fall vill inte banker och andra långgivare bidra med lån när andelen skulder/eget kapital är för hög. Ett företag får användning av mezzaninkapital vid tillfällen då primära långgivare inte är villiga att erbjuda lån samtidigt som ledningen inte vill emittera nya aktier. Företaget behöver i det här läget inte inräkna en utspädning av aktiekapitalet eftersom inga nya aktier tecknas. (Anson, 2002) Mezzanin får också ett ökat utrymme i tider då kapitalmarknader med hög avkastning har en låg aktivitet. Kapital som inte längre kan skaffas på kapitalmarknaderna erhålls då genom mezzanin från till exempel mezzaninfonder och försäkringsbolag. (Arzac, 2005)

Mezzaninkapital har lägst prioritet bland de olika formerna av lånefinansieringar. Investorer i mezzanin erhåller avkastning i form av räntebetalningar och eventuella möjligheter till att konvertera innehav till aktier. Medan primära banklån ofta har en räntenivå på LIBOR + 250 punkter, har mezzanin betydligt högre räntenivåer på grund av högre risker. En vanlig nivå är LIBOR + 500 punkter²⁴. Mezzanin ger investerarna möjlighet att uppnå en avkastning omkring 20 %. Det innebär att mezzanin är den dyraste formen av lånat kapital. (Anson, 2002)

Återbetalning sker ofta efter en förutbestämd återbetalningsplan, precis som vid primära lån. Skillnaden är dock att återbetalningarna sker efter att primära låntagare har återbetalats. Det medför att mezzaninfinansiärer inte börjar

²⁴ Vid intervjuer med banker framkom att mezzanin i Sverige ligger på LIBOR/EURIBOR/STIBOR + 400 punkter och mer.

erhålla återbetalningar förrän efter flera år, det vill säga att de kapitaliseras. (Anson, 2002)

Investerarna riktar sig ofta mot företag med god tillväxtpotential men där kassaflödena inte är tillräckligt bra för att attrahera kapital från banker och andra säkrare lån. (Anson, 2002)

7.4 Effekter av lånefinansierade investeringar

Finansiering med hjälp av lånat kapital medför såväl fördelar som nackdelar och skapar både unika möjligheter som allvarliga begränsningar för företag och investerare. Nedanstående stycke belyser viktiga aspekter i samband med finansiering av LBO och positiva och negativa faktorer presenteras.

Sekundära lånefinansierare har flera likheter med aktiefinansierare vid uppköp med aktiekapital istället för lånekapital. Vid en LBO bär sekundära lånefinansierare en lika hög risk, bland annat på grund av låg likviditet i placeringen, som aktieägarna och kräver därför en hög avkastning på investeringen. (Arzac, 2005i) När kapitalkostnaden för lånefinansiering blir lika hög som aktiefinansierade investeringar finns det anledning att ifrågasätta den särskillnad som görs mellan det lånade kapitalet och aktiekapitalet. Varför använda lånekapital överhuvudtaget om det frambringar en lika hög kapitalkostnad som aktiebaserat riskkapital och i praktiken är likvärdigt? Det finns dock viktiga skäl till varför lånat kapital i hög utsträckning bör användas för finansiering av uppköp.

7.4.1 Fördelar med lånefinansierade investeringar

Arzac (2005i) beskriver lånekapitalets fördel ur ett skattereducerande perspektiv. Lånat kapital medför bokföringsmässiga fördelar i form av avdragna skattebetalningar tack vare att räntekostnader för lånen minskar företagets årliga skattebetalning. Skatter är en vanlig marknadsimperfektion och beskrivs bland annat av Modigliani & Miller. Enligt deras ekonomiska teori är imperfektioner på marknaden anledningen till att företag har olika kapitalstruktur. Utan några marknadsimperfektioner skulle valet av kapitalstruktur inte ha någon effekt på företagets värde. (Baldi, 2003)

Reducering av skatter är troligtvis den mest uppenbara fördelen med en LBO eftersom den ger en direkt synbar positiv effekt. Även om skatteavdragen är

en viktig faktor för värdeskapande vid en LBO är det dock inte tillräckligt för att förklara företagets totala värdeökning. Opler & Titman (1991) förklarar att många företag har en högre andel lån än vad som är nödvändigt för att erhålla en fullständig skattereducerande effekt. Det innebär att det måste finnas fler faktorer som bidrar till val av en högt belånad kapitalstruktur.

Brealey & Myers (2003) menar att studier visat att skattereduktion endast är en begränsad del av total ökning i marknadsvärdet för aktieägarna. Författarna påpekar att det måste finnas andra motiv som är viktiga utöver skatteavdrag eftersom företagsledningen efter en LBO snabbt försöker betala av merparten av det lånande kapitalet. Vid analysering av värdeskapande vid LBO är det därför nödvändigt att undersökningen omfattar alla intressenter eftersom den enes vinst ofta är den andres förlust. Det kan innebära att inget totalt värde skapas utan att affären enbart medför en förändrad allokering av värde. (Brealey & Myers, 2003)

Som påpekades är skatteavdrag den kanske viktigaste och mest påtagliga effekten av LBOs. Det är dock viktigt att påpeka att alla företag inte fullt ut kan tillgodogöra sig av skattelättnader. Enligt Brealey & Myers (2003) är det viktigt att beakta det faktum att alla företag inte gör vinst eller kommer att göra det under samtliga framtida räkenskapsår i analysen. Det innebär att ett av de starkaste argumenten för en hög belåningsgrad vid LBO försämras.

Bierman (2003) beskriver, förutom redan nämnda skatteavdrag, andra fördelar med lånefinansiering. Författaren menar att den nominella kostnaden för lånat kapital är lägre än nuvarande kostnad för aktiekapital. Det innebär att förväntad avkastning på aktiekapitalet kan ökas med hjälp av lån. När aktieägarna bär en högre andel finansiell risk ökar den finansiella hävstången för det egna kapitalet. Bierman (2003) listar ett antal andra fördelar med lånefinansiering:

- lånat kapital förenklar processen av en affär vilket medför att fler förvärv kan genomföras,
- det går fort att få kapital från banker,
- låntagande kan ge intryck av optimism inför framtiden,
- räntabilitet på eget kapital kan ökas snabbare om företaget tjänar mer än lånekostnaderna,
- ingen utspädningseffekt existerar vid låntagande.

7.4.2 Nackdelar med lånefinansierade investeringar

Damodaran (2002) menar att en LBO ofta har en högre andel lånat kapital än vad som är optimalt för företaget. Det innebär att företaget relativt snabbt måste betala av föreliggande amorteringar för att minska kapitalkostnaden och risken för uteblivna betalningar.

Enligt Bierman (2003) finns det flera faktorer som begränsar företagens möjlighet att använda lånat kapital istället för aktiekapital. En nackdel med lånat kapital är risken för insolvens och eventuell konkurs, vilket innebär högre risk för aktieägarna. Allvarliga finansiella problem kan också medföra kontroll- och styrningssvårigheter för ägare och ledning. Företaget kan också förlora flexibilitet och få svårare att utnyttja investeringsmöjligheter på grund av att den höga andelen lån begränsar handlingsutrymmet. Avbetalningar på den höga andelen lån medför också att företagets organiska tillväxt kan försämrans. (Bierman, 2003)

Baker & Smith (2000) menar att det finns mycket potential i LBOs för såväl aktieägare som långivare men att utrymmet för fel är mycket begränsat. Hög andel lån är speciellt känsligt mot svag finansiell struktur och dålig management i företaget.

När andelen lånat kapital i kapitalstrukturen ökar, höjs den finansiella risken för det egna kapitalet. Konsekvenser av en hög andel lån är bland annat risk för ökade kapitalkostnader, risk för likviditetsbrist och konkurs på grund av förbrukat kapital. Branscher och företag med högre risker har också en högre optimal soliditet och vice versa. (Hallgren, 2002)

7.5 Sammanfattning - Finansiering av LBO

Under 1980-talet utgjordes ibland 90 % av kapitalstrukturen av lånat kapital medan det idag är det vanligt med 70 % eller lägre.

Lånat kapital kan indelas i primära och sekundära lån. I sin tur kan primära lån indelas i olika trancher²⁵ där varje tranch har olika lånevillkor. Lånen säkras främst med framtida kassaflöde och/eller tillgångar. Lån kan också vara av sekundär typ och utgörs då främst av företagsobligationer. Sekundära lån har en lägre prioritet vad gäller säkerhet (de har högre risk) än primära lån och har

²⁵ En tranch är en del av ett lån.

därmed ett högre avkastningskrav. När risken blir för hög kan obligationerna bli så kallade junk bonds.

Vid LBOs förekommer också ofta mezzaninfinansiering. Ur ett riskperspektiv är mezzanin ett mellanting mellan lånat kapital och aktiekapital. Mezzaninkapital återbetalas när primära lån är amorterade och har en högre ränta (avkastning) än andra lån. Mezzanin återbetalas ofta genom en likvid betalning. Mezzanin kan även i vissa fall konverteras till aktier.

Lånat kapital kan medföra både för- och nackdelar. Vanliga fördelar med lånat kapital är skatteavdrag, ingen utspädningseffekt på eget kapital, lägre kapitalkostnad och högre finansiell hävstång på det egna kapitalet. Nackdelar med lånat kapital är att det finns risk för betalningssvårigheter och eventuell konkurs om företaget inte klarar av amorteringarna. För höga amorteringar kan också medföra att företagets flexibilitet minskar och viktiga investeringar uteblir. Risken för eget kapital kan också bli för hög.

::: Del III :::

Empiri

8 Beskrivning av företaget

Kapitlet innehåller presentation och beskrivning av Cloetta Fazer som vi valt som företag för den fiktiva LBO som ska analyseras. Till syfte att ge en god bakgrund till kommande analys är det viktigt att presentera en tydlig bild av Cloetta Fazer och förklara de faktorer som ligger till grund för det resultat vi senare lägger fram. Kapitlet innehåller både företagsspecifika fakta och mer marknadsrelaterad information.

8.1 Val företag

I den här rapporten har Cloetta Fazer valts som undersökningsföretag. Det finns flera anledningar till att Cloetta Fazer är ett lämpligt företag att exemplifiera värdet av en LBO. En viktig anledning är att det är ett stabilt företag med goda kassaflöden och starka varumärken. Cloetta Fazer är också verksam inom dagligvarubranschen, vilken karaktäriseras av en hög konsolidering och många uppköp, bland annat uttryckt av Cloetta Fazers VD Karsten Slotte i årsredovisningen 2004. Slotte menar att det har blivit allt viktigare med lägre kostnader och synergier när priserna pressats och på grund av att tillväxten varit relativt låg är det också naturligt att expandera verksamheten på nya marknader. Det har medfört att konsolidering och omstrukturering ökat under senare år. (Cloetta Fazer iv)

8.2 Dagligvaru- och konfektyrbranschen

Cloetta Fazer ingår i dagligvarubranschen och är verksam på konfektyrmarknaden. Branscherna dagligvaror och sällanköpsvaror brukar räknas till kategorin konsumentvaror.

Konfektyrmarknaden i Norden är en relativt mogen marknad med en årlig tillväxt omkring en procent under senare år. Den finska konfektyrmarknaden har dock varit ett undantag och har istället vuxit fortare men nu uppnått samma konsumtion per capita som övriga nordiska länder. Under kommande år förväntas den nordiska marknaden ha en obetydlig tillväxt. I Polen, Tjeckien och de baltiska länderna finns dock en viss potential för ökad konsumtionen av konfektyr eftersom konsumtionen per capita är något lägre än i Norden. (Cloetta Fazer iii)

Konfektyrmarknaden är relativt okänslig för konjunktursvängningar. Cirka två tredjedelar av försäljningen sker inom marknaden för dagligvaror medan en

tredjedel sker inom den så kallade servicehandeln, där bensinstationer, kiosker etc. ingår. Smakpreferenserna är ofta lokala och det medför att även varumärkena skiljer sig i popularitet mellan olika länder. Ytterst få globala varumärken finns och det är svårt att konkurrera bort stabila varumärken med en lång tradition på marknaden. Det är näst intill omöjligt att ta nya marknadsandelar på konfektyrmarknaden genom att vinna marknadsandelar med nya produkter. För att utöka marknadsområden är uppköp av andra företag det absolut effektivaste tillvägagångssättet. (Cloetta Fazer iii)

Den internationella konfektyrmarknaden domineras av stora koncerner som Nestlé, Mars, Kraft Foods och Cadbury. Konsolideringen har varit mycket stark inom konfektyrmarknaden och en fortsatt trend är att vänta. Enheterna blir allt färre men samtidigt större och värdet av synergier är viktigt. Konsolideringstrenden är stark även inom övriga segment av dagligvarumarknaden. För att vara lyckosam i framtiden krävs en bibehållen förankring på nuvarande marknader samt en fokusering på starka och välkända varumärken. (Cloetta Fazer iii)

8.3 Utveckling av uppsatsens resultat

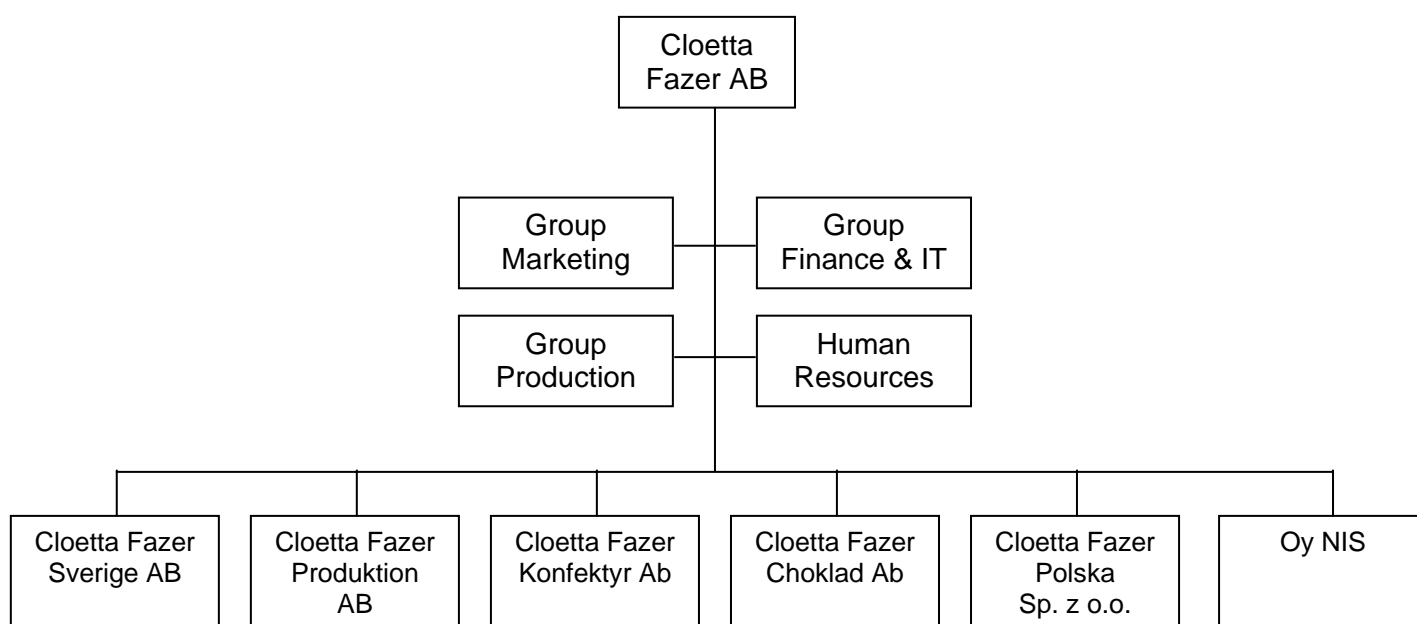
År 2000 gick Cloetta AB samman med Fazer Konfektyr och bildade Cloetta Fazer AB. Idag är Cloetta Fazer Nordens största konfektyrföretag med en nettoomsättning på 3030 Mkr under år 2003 och 3024 Mkr år 2004. För samma tidsperiod var rörelseresultatet 390 Mkr respektive 362 Mkr. (Cloetta Fazer iii; Cloetta Fazer iv)

Den största delen av försäljningen sker i Sverige och Finland men även Polen, Baltikum och Ryssland är viktiga marknader. Mellan 65 och 80 procent av konfektyrförsäljningen i Norden sker via dagligvaruhandeln och resten via servicehandeln. Cloetta Fazers viktigaste varumärken är Fazer Blå, Dumle, Kexchoklad, Geisha, Polly, Center, Ässät, Marianne, Pantteri, Fazermint, Bridgeblandning, Tyrkisk Peber, Liqueur Fills, Plopp och Sportlunch. (Cloetta Fazer ii)

Under 2001 verkställdes en avyttring av verksamhetsområdet Handel (Cloetta Fazer ii). Försäljningen medförde en kraftigt förbättrad likviditet och en förändrad inkomststorlek.

8.3.1 Organisationsstruktur

Koncernen Cloetta Fazer består av fyra centrala enheter: Group Marketing, Group Production, Group Finance & IT och Human Resources. Totalt finns fem stycken produktionsanläggningar varav två är lokaliserade i Sverige, två i Finland samt en i Polen. Egna säljbolag finns i dagsläget i Sverige, Finland och Polen. I de baltiska länderna finns representationskontor. På övriga marknaden finns försäljningsagenter utplacerade. Koncernens huvudkontor ligger i Stockholm och moderbolagets säte är i Ljungsbro. Totalt arbetar cirka 2100 personer inom Cloetta Fazer (Cloetta Fazer ii).



Figur 5. Organisationsstruktur för Cloetta Fazer AB. (Cloetta Fazer ii)

8.3.2 Försäljning

Cloetta Fazer har under senare år utsatts för alltmer konkurrens från så kallade "private labels", vilka är de märken som tillhör olika lågpriskedjor som Lidl och Eurospar samt större affärskedjor likt ICA och Coop. Andelen private labels är inte lika hög i Norden som i övriga Europa, där private labels står för 15-30 % av konfektyrförsäljningen. En av anledningarna till att private labels endast haft en begränsad utbredning i Norden är att utländska lågpriskedjor först på senare år etablerat sig här. När försäljningen av private labels ökar blir det allt viktigare för Cloetta Fazer att fokusera på sitt starka varumärke. (Cloetta Fazer iii)

I Norden har Cloetta Fazer 22 % av den totala konfektyrförsäljning och i Polen cirka 4 %. (Cloetta Fazer iii)

8.3.3 Produktion och kostnader

Cloetta Fazer har fem produktionsenheter fördelade på Sverige, Finland och Polen. Beläggningen är högst under hösten och fram till jul men varierar i övrigt under årets andra månader. Av kostnaderna för produktion svarar råvaru- och emballagekostnader för ungefär 60 %, tillverkningskostnader för 25 % och lönekostnader för 15 %. Råvarukostnaderna är fördelade på olika kostnadsslag varav kakaoprodukter står för 26 %, socker 19 %²⁶, emballage 17 %, mjölkprodukter 16 % och övriga råvaror 22 %. (Cloetta Fazer iii)

Av ovanstående fakta framgår att konfektyrproduktion karaktäriseras av en relativt låg personalintensitet. Råvarukostnaderna utgör merparten av kostnaderna och kakao är Cloetta Fazers största råvarukostnad. För att minska konsekvenserna av prisökningar på kakao köper Cloetta Fazer terminskontrakt på kakao.

²⁶ Förslag finns från EU att sänka sockertullarna. Detta skulle i sin tur leda till lägre kostnader för socker.

9 Intervjuer med LBO-företag

Följande kapitel innehåller intervjuer med private equity-företag. Samtliga företag som intervjuats har goda kunskaper om LBOs. Svaren är strukturerade efter det frågeformulär som användes. För att underlätta förståelsen har vi valt att sammanfatta svaren från de fyra företagen under varje fråga.

9.1 Generellt om LBO

✓ *Hur ser en typisk LBO-process ut?*

Private equity-företaget arbetar kontinuerligt efter en modell där intressanta företag undersöks. Olika scenarion skapas där företaget värderas och eventuella tilläggsförvärv diskuteras. Är målföretaget publikt blir processen annorlunda, eftersom exempelvis insiderregler måste beaktas. Vid privata köp finns inga insiderproblem utan aktieägaravtal reglerar. Det egna kapitalet som private equity-företaget sätter in kommer ofta från en fond som de förvaltar. Fondinvestorer kan vara banker, försäkringsbolag och fondförvaltare.

Det kan vara svårt att säga vad som är en typisk LBO-process eftersom tillvägagångssätten ofta skiljer sig åt. En LBO-process kan dock liknas vid en auktionsprocess bestående av tre steg. Det första steget inleds till exempel med att ägarna av målföretaget går till en investmentbank och förklarar att de önskar sälja bolaget. En investmentbank kan också komma in på ett senare stadium eller inte medverka alls. När en investmentbank inte medverkar sker kontakten direkt mellan köpare och säljare. Ett antal köpare brukar finnas och de konkurrerar med varandra om en säljares företag. Köparna kan vara både private equity-företag och industriella företag.

I det andra steget kan investmentbanken välja ut ett antal potentiella köpare som får tillgång till vidare information. En due diligence-process²⁷ inleds och jurister och olika typer av rådgivare stödjer analyserna av målföretaget. De potentiella köparna kan också träffa företrädare för målföretaget. Banker kan kopplas in vid den här tiden för att undersöka villkor för lån. Private equity-företaget förhandlar med banker för att få så attraktiva villkor som möjligt.

²⁷ Due diligence är ursprungligen ett hästhandlarbegrepp som betyder att man granskar hästen i munnen. Inom affärsvärden innebär det en detaljerad och djupgående granskning av ett företag. Processen innehåller oftast tre delar: en legal, en finansiell och en marknadsinriktad del. (3i, 2003)

Det tredje steget inleds med att de utvalda potentiella köparna gör sina slutliga bud. Rådgivare väljer sedan ut ett företag som får rätt att köpa målföretaget. Efter det inleds en detaljerad avtalsprocess som kan ta mycket lång tid.

✓ ***Vilka är de vanligaste finansiärerna vid en LBO och vilka är de inblandade parterna?***

Private equity-företagen agerar köpare av ett målföretag. Investmentbankerna fungerar som rådgivare och finansierar ingenting, medan de ”vanliga” bankerna står för själva finansieringen. Mezzaninfonder kan förekomma och de står för mezzaninkapital. Konsulter och rådgivare av olika slag är också inblandade. Vidare är också målföretagets ledning medverkande i processen eftersom de också investerar kapital.

Aktörerna i en LBO-process är därmed köpare, säljare, investmentbanker, vanliga banker, eventuella mezzaninfinansiärer, rådgivare av olika slag och målföretagets ledning.

Finansiärer är banker, mezzaninföretag, private equity-företag och målföretagets ledning. I Sverige förekommer inte någon användning av obligationer för finansiering. Obligationer är dock vanliga i USA och Storbritannien. Bankerna står ofta för den största delen av kapitalet, omkring 60-70 %.

När en affärs görs brukar ett holdingbolag och ett dotterbolag skapas. Det är dotterbolagets utveckling som avgör affären lyckas eller inte. I holdingbolaget läggs den finansiella strukturen för köpet. Dotterbolaget har all verksamhet och dess kassaflöden (i form av koncernbidrag) används till att betala av skulden i holdingbolaget.

✓ ***Hur ser ett lämpligt målföretag ut? Vilka egenskaper krävs för att det ska vara möjligt att genomföra en LBO?***

Generellt sett inriktar sig en LBO alltid mot mogna företag. Den viktigaste faktorn är att målföretaget kommer att kunna generera positiva kassaflöden. Det är ett krav, annars kan inte lånen amorteras och räntorna betalas. Utan framtida kassaflöden kan företaget inte få några lån från banken. Tillgångarnas bokförda värde är inte viktigt utan den centrala aspekten är att tillgångarna kommer att skapa kassaflöden.

Vidare är det viktigt att identifiera riskfaktorer som starkt påverkar företaget. För att kassaflödena ska kunna bli tillräckliga, är det också viktigt att marknaden har en framtida tillväxtpotential.

Ledningen är extremt viktig. Man måste tro på ledningen. Det ska finnas en tro på en god utveckling inom företaget och bland de anställda. En tydlig affärsplan ska finnas och affärsidén måste vara mycket bra.

Specifika private equity-företag kan också inrikta sig mot specifika storlekar på målföretagen, vilken marknad de är verksamma inom samt geografisk placering.

✓ ***Vilka är de vanligaste positiva och negativa effekterna efter en LBO?***

Målföretagen får mer uppmärksamhet från ägarna än de hade tidigare. En vitalisering sker när företaget kan köpas ut från en koncernstruktur där de inte kunnat agera flexibelt. När ett publikt företag köps från börsen blir ägandet mer aktivt. Publika företag har ofta en svag ägarstyrning. Företag som tillhör private equity-företag har ett högre tempo och ägarna ställer högre krav. Incitament för ledningen är också en viktig faktor. Positiva effekter uppkommer ofta genom att tillväxten ökar samt genom marginalförbättringar eller kostnadsänkningar.

Private equity-företaget måste förbättra målföretaget för att en LBO ska vara lönsam. Det räcker inte med att enbart använda en ökad hävstång på det egna kapitalet som argument.

Det negativa är att ett begränsat kassaflöde kan leda till att banklånen inte kan betalas. Om det verkligen är illa kan banken kräva in aktierna. Flexibiliteten kan också minska för företaget om allt kassaflöde går till holdingbolaget för att amortera och betala räntor. Det finns inte lika många synergier för private equity-företag som det gör för industriella köpare.

✓ ***Vilka är de största möjligheterna och vilka är de största problemen med en LBO?***

För private equity-företaget är möjligheten att med relativt små insatta medel köpa ett företag och samtidigt genom en bra utväxling på insatt eget kapital tjäna mycket pengar. Det kan vara ett sätt för industriföretag också. Industriföretag kan precis lika gärna som private equity-företag göra förvärv.

Generella möjligheter är dock svårt att definiera, oftast beror det på varje fall. En LBO i sig förändrar ingenting. Det innebär bara att en verksamhet lyfts ut och friställs. När ett publikt bolag lyfts ut från börsen sker ingenting med det om private equity-företaget inte låter någonting ske med det. Företaget måste utvecklas och det sker genom att stödja med pengar och kunskap. Verksamheten kan också stödjas med förvärv av andra bolag. Det är en hög samstämmighet mellan LBO-företaget och ledningen i målföretaget. Det är viktigt att visa ledningen vilka parametrar som påverkar värdet.

När ett privat företag köps finns det mycket mer information tillgänglig att använda än när ett publikt företag köps. Det kan vara en anledning till att färre publika affärer genomförs. Det är svårt att få tillräckligt med information om företaget och förståelsen blir lätt sämre än vid en privat affär. När en privat affär görs kan private equity-företaget diskutera med ledningen och prata om allting.

9.2 Värdering

✓ *Vilka typer av värderingar är aktuella för en LBO?*

Private equity-företag använder både kassaflödesvärderingar och relativvärderingar. En multipelvärdering görs där Entry/Exit värde relateras. Ett antagande görs då om att företaget kan säljas till ett visst pris. Private Equity-företag och rådgivande investmentbanker analyserar ett tänkbart kassaflöde. Därefter undersöks vad som kan göras med den nya kapitalstrukturen och kassaflödet för att uppnå en avkastning som ligger inom private equity-företagets intervall. Oftast ligger avkastningskravet mellan 20-30 % per år.

Det är viktigt att identifiera kritiska faktorer. Private equity-företagen undersöker också olika multiplar: till exempel hur många gånger vinsten de betalar, eller hur många gånger rörelseresultatet de betalar. Det är också viktigt att undersöka hur lång tid det tar att betala tillbaka lånen.

Private equity-företag undersöker IRR²⁸, det vill säga hur många gånger investeringsbeloppet försäljningen kommer att ge. Schablonvärderingar i termer av hur många gånger EBITA²⁹ eller EBITDA³⁰ affären kommer att

²⁸ IRR är den engelska förkortningen för internränta, *Internal Rate of Return*.

²⁹ EBITA betyder *Earnings Before Interest, Tax and Amortization*.

kosta genomförs också. För banken är det viktigt att räntor och amorteringar kan betalas. Efter det att lånekostnaderna dragits av kan private equity-företagen beräkna vilken avkastning de får.

✓ ***Hur ser er värderingsprocess ut? Hur ser en typisk värderingsprocess ut?***

Många har en värderingsmodell som de arbetar med. Det är en vanlig mekanisk LBO-modell där varje målföretag analyseras. LBO-modellen är en bild av ett finansiellt holdingbolag och ett operativt dotterbolag.

Antaganden av hög kvalitet och all information bryts ner i mikronivå för att sedan aggregeras upp. Andra företagsanalyser kan användas för att förbättra prognoserna.

✓ ***Vilka är de svåraste inslagen i värderingsprocessen?***

Det svåraste i värderingsprocessen är att göra en prognos. Det är lika svårt vare sig det är privat eller publikt. En prognos är alltid en prognos och det man vill få fram är riktningen för företaget och att det inte finns något som i dagsläget tyder på att det skall gå åt andra hållet. Det gäller att förstå det underliggande bolagets utveckling och när man förstått det är det möjligt att se vilken finansieringsstruktur bolaget kan ha.

Det är också svårt att värdera långt fram i tiden. Då finns ingen riktigt verklig uppfattning om vad som kommer att hända. Vissa bolag har i grund och botten en stabil verksamhet medan andra kan vara starkt påverkade av externa faktorer eller ha en svängig konkurrenssituation. Då blir det svårare ju längre bort man tittar.

Vid hög andel lån är det viktigt att ha koll på kassaflödena på grund av att risken, den finansiella risken, är högre. Tekniskt sett är det inte svårare att göra en LBO-värdering än en vanlig DCF-värdering.

✓ ***Vilken tidshorisont är lämplig att värdera på?***

Svaren varierade en del men låg samtliga inom intervallet 3-7 år. Företag A svarade 7 år, företag B 3-7 år, företag C 5 år och företag D 5-7 år. Ofta är det svårt att prognostisera värden långt fram i tiden. Värderingar görs även på 10 år för att visa bankerna.

³⁰ EBITDA betyder *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*.

✓ ***Vilka är de viktigaste möjligheterna till ökat värde på företagen vid en LBO?***

Själva finansieringen och kapitalstrukturen ökar inte värdet någonting. Istället handlar det om att öka lönsamheten och förbättra den strategiska positionen. Det är viktigt att skapa en ordentlig vinsttillväxt. En aggressiv finansiering skapar i och för sig en stor hävstång vilket ger bättre avkastning på eget kapital. Det är dock inte längre som det var för 15 år sedan, då private equity-företag kunde köpa ett bolag med stor belåning, utan att göra något med det, men ändå tjäna en massa pengar. Ett private equity-företag kan inte ha som affärsidé att endast belåna ett bolag hårt, det gör alla.

Bland de finansiella möjligheterna är hävstången ett argument. Om lånefinansieringen önskas öka ytterligare, kan mezzanin användas.

Det finns olika operativa möjligheter vilka varierar mellan företagen. Det är viktigt att vara försiktig. Ofta är det svårt att genomföra förändringar. Det är inte att bara byta ut och sälja av, det kan låta enkelt men är svårt.

Makrofaktorer är viktiga och påverkar olika bolag olika mycket. Räntan är också en viktig faktor. Om räntan går ner, från 6 till 3 % minskar räntekostnaderna mycket. En sjunkande ränta var en stor anledning till att riskkapitalbolagen var så framgångsrika under 90-talet. När räntan går ner blir det också en lägre WACC och det medför att värdet på bolaget ökar eftersom diskonteringsfaktorn blir lägre. Lägre ränta ger därför två faktorer: lägre räntekostnader och högre värde genom en minskande diskonteringsfaktor.

✓ ***Hur påverkar den höga andelen lån i sig företagets värde?***

Den finansiella strukturen påverkar avkastning på eget kapital i holdingbolaget, men påverkar inte värdet på målföretaget. Värdet på målföretaget påverkas av hur verksamheten förbättras, hur bolaget kan växa, hur marginalen kan ökas, tillgångar avyttras etc.

Målföretaget kan ha egna lån men förvärvslånen brukar ligga på holdingbolaget. När man säljer målföretaget, säljs oftast dotterbolaget. Den operativa verksamheten ska ha de rörelsekrediter som behövs. Målföretaget kan påverkas om det går dåligt för verksamheten eftersom man då kan stoppa investeringarna. I dessa fall måste kassaflödena skickas upp i holdingbolaget för att betala lånen. Det kan hålla tillbaka nyinvesteringar som annars kunde skapa värde. Men finns det bra möjligheter till värdeskapande kommer inte

investeringsviljan att hållas tillbaka. Det ligger ju i private equity-företagets intresse att det går bra för målföretaget. En skattesköld kan också vara en kostnadsminskande effekt.

✓ ***Vilka är de interna faktorerna och hur analyseras de?***

Allt analyseras: juridisk struktur, finansiell struktur, kostnadsanalys, intäktsanalys, kommersiell position och strategisk analys. Analysen görs tillsammans med konsultbolag och jurister.

En LBO bygger på samma typ av analys som en vanlig aktieanalys. Analysen utgår från marknadens förutsättningar. Skillnaden mot andra former av köp är inte så tydliga. Det kan dock skilja gentemot industriföretag där köp oftast har synergier när verksamheterna slås samman. För en vanlig LBO kan synergier endast fås då man redan äger ett bolag i samma bransch eller med en verksamhet som kan skapa synergier.

Det är viktigt att titta på ledningen, produktutvecklingen och produktfloran. Vidare är styrkan på varumärkena betydelsefull. Andra aspekter är lojalitet hos de anställda och kunskap om vad man gör. Det hjälper att undersöka mjuka faktorer genom att titta på om personalen trivs och är stolta över att jobba på företaget. Mjuka faktorer är viktigare än vad många tror. Man får en ganska bra känsla för företaget under due diligence.

✓ ***Vilka är de externa faktorerna och hur analyseras de?***

Marknadens utveckling bedöms, vilken position företaget har på marknaden och vilka konkurrenterna är. Om ett företag säger att de kan växa mer än marknaden måste de bevisa det. Vilka ska de ta andelar av? Varför mer tillväxt än andra? Hur ska det gå till?

Den ekonomiska utvecklingen, det vill säga BNP, är viktig. Hur konkurrensen ser ut är också en faktor att ta hänsyn till. Det är svårare att göra en LBO i en nedåtgående marknad, eftersom bolaget kommer att vara värt mindre i framtiden, allt annat lika. Bankerna lånar då ut mindre, de blir försiktigare.

Private equity-företag kan ha ett visst underläge gentemot industriella företag eftersom de industriella företagen har marknadskunskaper och vet vad som sker. Private equity-företag måste då bygga upp den kompetensen själva och det görs oftast med hjälp av konsulter.

✓ ***Vilken information utgår ni från vid värdering av en LBO?***

Vid publika köp kan historisk information komma från bokslut etc. Det ger dock inte så mycket. Vid privata köp finns mycket mer att titta på. Det är nödvändigt att förstå hur intjäningen uppkommer. På marknadssidan görs egna bedömningar. Det innebär att private equity-företaget måste gå ut och söka informationen själva. I början används också information från andra analytiker som har följt bolagen under många år och kan bolagen väl.

Vid publika företagsköp får inte private equity-företaget kontakta företaget utan styrelsens godkännande och be dem om lov att sätta ihop ett informationsmaterial. Rent legalt kan private equity-företaget träffa folk från företaget men företaget själva får inte träffa private equity-företaget. Då bryter de mot insiderreglerna. Information om publika bolag är mycket begränsad och därför är det svårt att göra publika köp. Private equity-företaget kan förstå mycket bättre när de undersöker privata företag där det finns gott om information och inga begränsande lagar. Vid privata köp leder konkurrensen i processen till en form utav marknadspris.

Vid publika köp finns dock ett marknadspris som fungerar som referenspunkt. Bankrapporter är en bra informationskälla.

9.3 Dagligvaru- och konfektyrbranschen

✓ ***Finns det några speciellt viktiga aspekter inom dagligvarubranschen eller konsumentvarubranschen vid en LBO?***

För tillfället händer det mycket i branschen. Konsolideringen och internationaliseringen är tydlig och påverkar mycket. Lokala märken får svårare att hävda sig och det blir färre och färre produkter. Konfektyrmarknaden är en väldigt mogen marknad. Det går dock att växa på en mogen marknad men det kräver en selektiv tillväxt, med egen nisch och mycket innovativt tillvägagångssätt. Det är viktigt att distribuera och få plats i hyllorna och göra produkterna attraktiva och synliga.

Dagligvarubranschen skulle kunna vara en utmärkt bransch med tanke på att den är mogen och traditionell. Det finns goda kassaflöden och stabilitet. Riskerna är mindre. Varumärken och goodwill kan alltid ha affärsrisker men det finns i alla verksamheter. Varumärken är viktiga. Styrkan i varumärket är viktig eftersom det genererar stabila kassaflöden. Folk köper godis oavsett konjunktur och det ger mindre cykliska inslag.

Den stora risken är hur handlare kommer att göra, de är ju mer benägna att lansera egna märken nu. I England finns till exempel ASDA, TESCO och Sainsbury's. Av märkena de säljer äger de 40-45 % själva. I Sverige är samma siffra 15 %. Det kommer att bli en ökad konkurrens inom dagligvarubranschen. Kellogg's, Malaco, Cloetta med flera, kommer att få det tuffare och tuffare.

Ett starkt varumärke är viktigt men det är ingen garanti för att marknadsandelar inte kommer att minska ändå. Företagen inom dagligvarubranschen måste fundera på hur de ska expandera. Gå utomlands själva eller att bli uppköpta. Det är lite det som händer.

Problemet med dagligvarubranschen och konfektyrmarknaden är att de kan vara för mogna. Stabilitet är bra med det måste också finnas tillväxt. Att gå in i en mogen marknad kan vara svårt såvida inte företaget är undervärderat. Att enbart motivera en LBO utifrån förvärvsexpansion är problematiskt. Finns det trovärdighet i att företaget kan växa med förvärv kan det vara ok. Det bör dock finnas ett track record³¹ som visar att det är möjligt. Förvärv kan vara mycket problematiska och blir oftast dyrare och svårare än vad man trodde från början. Kassaflödestillväxten ska helst vara uppbyggd på organisk tillväxt.

✓ Vad skulle ni kunna tänka er vara de största möjligheterna till värdeökningar genom LBO i dagligvarubranschen/konsumentvarubranschen? Vilka är de största svårigheterna?

Livsmedel har länge varit en skyddad bransch och därmed tveksam för LBO. På grund av det är enheterna dåliga och håller inte bra internationell standard. Men nu kommer branschen att utsättas för ökad konkurrens. Bättre företag från utlandet kommer hit och är effektivare och mer produktiva. Tidigare har branschen varit lönsam men nu kommer lönsamheten säkert att gå ner mycket i Sverige. Private labels påverkar inom dagligvaru- och konfektyrbranschen och kommer att ta en större andel.

Problemet med en mogen marknad är att det kan vara svårt att hitta ytterligare tillväxt. Då måste det finnas andra sätt att förbättra lönsamheten om en LBO ska genomföras. Antagligen har företaget redan en rationell produktion och distribution och då kan man inte göra någonting där. Den stora utmaningen ligger i hur ytterligare försäljning kan skapas. En LBO på konfektyrmarknaden

³¹ Företagets ekonomiska prestation, historiskt sett.

kan eventuellt motiveras med andra faktorer än rent organiska, om det t ex är möjligt med god tillväxt genom förvärv.

9.4 Balansräkningen

✓ *Vilka är de största förändringarna som sker på företagets balansräkning?*

Efter en LBO skapas lån och goodwill och företaget blir mer angeläget om att sköta sitt kassaflöde. Eftersom det finns lån att betjäna blir förmodligen budgeten bättre. En bättre genomgång av investeringar och rörelsekapital är också trolig. Program sätts ofta igång för att förbättra rörelsekapitalet. Utöver rörelsekapital kan fastigheter vara intressanta att analysera. Fastigheter och andra tillgångar kan kanske avyttras om de inte tillför kärnverksamheten något värde. Det kan också finnas möjligheter att förbättra kapitalomsättningshastigheten.

Det är viktigt att undersöka hur eller om man kan ”banta” balansräkningen och därigenom frigöra kapital. Ett exempel är att frigöra kapital genom en sale-and-lease-back³².

Många saker har dock inget med själva LBO:n i sig att göra. Ofta är det också holdingbolaget som berörs, inte målföretaget. Däremot kanske LBO-aktörerna visar sig vara väldigt aktiva ägare och genomför mycket. Det är det som varit lite av framgångsformeln. Tidsbegränsningen är en väldigt hård press på ägarna, vilket visat sig vara bra.

✓ *Vilka faktorer är de viktigaste att påverka i samband med en LBO? Arzac (2005) med flera forskare, nämner rörelsekapitalet som den viktigaste faktorn på balansräkningen, vad har ni för erfarenheter att förbättra rörelsekapitalet efter en LBO?*

Rörelsekapitalet kan vara viktigt även om rörelsekapitalets betydelse minskats jämfört med för 15 år sedan. Det finns fortfarande företag som är dåliga på att sköta sina rörelsekrediter och då kan kapital frigöras genom att genom att minska rörelsekapitalbindningen.

Rörelsekapitalet är branschspecifikt. När en analys av bolagen genomförs, undersöks huruvida bolaget har en bra eller dålig position vad gäller

³² Tillgångarna säljs för att senare hyras tillbaka. Detta görs för att frigöra kapital.

rörelsekapital. Det kan ju finnas en logisk förklaring till varför bolaget har en annan rörelsekapitalbindning. För att förbättra analysen är det viktigt att jämföra nyckeltal med andra bolag i branschen.

På marginalen kan man i en affär få ut en ökad avkastning genom att titta på balansräkningen. Det viktigaste är dock att vinsten utvecklas på ett bra sätt och att kassaflödet därmed förbättras. De flesta private equity-företag fokuserar mer på att utveckla verksamheten istället för att ändra på balansräkningen.

10 Intervjuer med banker

Anledningen till att banker intervjus är möjligheten att erhålla kunskap om den finansiella struktureringen och villkor för finansiering av transaktionen. Eftersom villkoren för en LBO varierar från situation till situation har vi tagit hjälp av banker för att förbättra kunskapen om vad som påverkar finansieringens struktur.

10.1 Generellt

✓ *Vilka är de vanligaste finansiärerna vid en LBO?*

Det finns fem typer av finansiärer:

- Riskkapitalbolag
- Mezzaninfinansiärer
- Kapital från ledning
- Ställa ut en säljarrevers
- Banker

Mezzaninhus finns för att ordna finansieringen med mezzanin. Det finns inte så mycket obligationer i Sverige, så kallade high yield bonds eller junk bonds. Obligationsinnehavaren bär för stor risk eftersom risken för utebliven betalning är för hög. Kupongen är också mycket dyr. I England och USA förekommer det mer.

Finansieringen varierar en del mellan stora och små transaktioner. Vid små transaktioner finansierar huvudsakligen de svenska bankerna. Till viss del lånar också några utländska banker ut pengar, framförallt nordtyska banker och Danske Bank. Vid de stora transaktionerna har bankerna konkurrens från i princip alla de stora internationella bankerna. Banker på Londonmarknaden tar ofta stora affärer. Stora banker i London engagerar ibland banker i Sverige och erbjuder delaktighet i den transaktionen. Ofta föredras en lokal bank som sköter de dagliga kontakterna.

10.2 Lånestruktur

✓ *Hur ser en vanlig lånestruktur ut vid en LBO?*

Lånestrukturen beror helt på vilken typ av företag det handlar om. Osäkra IT-bolag får inga lån medan stabilare företag kan erhålla mer lån. Olika multiplar används för att kontrollera företaget, till exempel Nettoskuld/EBITDA som inte får överstiga ett visst tal vid en transaktion. Vid riktigt stora köp kan eget

kapital gå ner emot 25 %, men helst ska det vara över 25 % av totala finansieringskapitalet. Andelen mezzanin är alltid svår att bestämma men för mellanstora bolag på börsen kanske man skulle kunna säga 10-20 % av totalt kapital. Utöver eget kapital och mezzanin utgör primära lån resten.

Finansieringsstrukturen beror också på vilka finansieringskällor som används. Seniora lån brukar delas in i tre trancher: A-, B- och C. A-tranchen brukar amorteras årligen eller kvartalsvis eller halvårsvis på 7 år. B-tranchen brukar återbetalas efter 7,5 eller 8 år och C-tranchen efter 8-9 år. Mezzanin ligger på 10 år.

B- och C-trancherna kan refinansieras när de är slut. På pappret ser det ut som att allting amorteras efter tio år. Den genomsnittliga/normala löptiden på en transaktion ligger under tre år, inom tre år eller strax över tre år. När bolaget säljs blir det en helt ny finansiering, till exempel nya lån. Genomsnittslöptiden på LBO-finansiering är mindre än 3 år i Norden.

Generellt sett är det vanligt med en struktur där 70 % utgörs av finansiering från banker och 30 % är eget kapital. Den kapitalstrukturen gäller dagen efter förvärvet. De seniora krediterna bör ligga någonstans mellan 4,5-5x EBITDA.

✓ ***Finns det någon lämplig lånestruktur eller beror strukturen på förutsättningarna för varje LBO?***

Vilken bransch det handlar om påverkar lånestrukturen. IT-bolag är en för ny företeelse. Det är bättre med stabila och traditionella bolag för LBO.

Det är trancherna som varierar och inga skarpa gränser existerar. Det som styr är uppfattningen av de framtida händelserna i målföretagets kassaflöde, det vill säga hur företaget kommer att utvecklas. Försäljning, resultat och framför allt kassaflödet är viktigt. Kassaflödet och den genomsnittliga kredittiden på de seniora lånen styr mycket av fördelningen. Multipeln som antas är beroende av hur stort det fria kassaflödet är. Hur mycket skulder bolaget har i nuläget saknar betydelse eftersom värdet som sätts på bolaget, det vill säga multipeln, görs på ett bolag som antas vara skuldfritt.

För ett extremt konjunkturkänsligt objekt måste man ha en lägre senior kredit. Bolag som har väldigt jämna och höga kassaflöden samt väldigt låg volatilitet och liten konjunkturkänslighet, är det möjligt att belåna högre eftersom det är större säkerhet i kassaflödena.

✓ ***Vilka typer av lån är vanligast vid dessa investeringar?***

I Sverige används enbart seniora lån. Lånetiden brukar som tidigare nämnts ligga mellan 7-10 år. Lånefaciliteterna kan däremot variera. Ibland görs amorteringar under periodens gång och ibland betalas allt kapital tillbaka i slutet. Det kan också finnas flera banker i en LBO-affär. Dock varierar inte prioriteten mellan lånen från de olika bankerna. Räntorna byggs på ett gemensamt låneavtal och är samma för de olika bankerna. Syndikat delas mellan bankerna, en bank kan t ex ta 50 miljoner och en annan 100 miljoner.

✓ ***Vilka faktorer påverkar räntan och lånevillkoren mest vid en LBO?***

Branscherna är en mycket viktig faktor. En helt svensk affär innebär också lite bättre villkor och lägre marginal; sju år på A-tranchen och lägre ränta än 2,25 %. Räntan påverkas av en standard på Londonmarknaden som utvecklats. Det gäller framförallt vid större transaktioner eftersom banken då kan få syndikeringskrav ska en viss standard hållas och det finns särskilda marginaler för trancherna och för mezzanin.

Vid större transaktioner är banken i regel tvungen att hitta andra banker som vill ta en del av finansieringen och då måste en viss miniprissättning finnas.

Utländska banker går annars inte med eftersom de inte vill få sämre betalt här än på sina egna hemmamarknader. På stora marknader som till exempel London har det skapats en marknadsnivå på räntesättningen, medan den nordiska marknaden utgörs av relativt små transaktioner, vilket innebär att bankerna då kan ta det själva. Då är det inte lika viktigt med strukturen. Standarden är en marknadsstandard och den styrs från London.

A-tranchen betalas på 225 punkter över referensräntan (LIBOR, STIBOR³³ eller EURIBOR³⁴), B-tranchen är 275 punkter och C-tranchen 325 punkter. Mezzanin har en kontantränta på 400 punkter.

✓ ***Har olika private equity-företag stora skillnader i lånevillkor? I så fall, vilka faktorer påverkar deras lånevillkor?***

Okända private equity-bolag, t ex från andra länder, får ofta lägre prioritet eftersom banken inte vet vilka de är. Ofta känner bankerna personerna på private equity-bolagen här i Sverige och det ger ett ökat förtroende för dem.

³³ STIBOR är en förkortning för Stockholm Inter Bank Offered Rate och är den ränta som bankerna tar vid utlåning till andra banker.

³⁴ EUROBOR är förkortningen för European Inter Bank Offered Rate.

Annars spelar själva private equity-företaget ingen roll utan det är projekten i sig som styr. Det är företagsvärdet som prissätts. I en bilateral kredit kan det vara alla möjliga villkor då endast en bank är inblandad. Man kan inte ge ett private equity-företag bättre villkor än andra för det innebär att det bolaget kan betala mer än de andra och då försämras konkurrensen. Riskkapitalistens avsikt är att tjäna pengar. För att kunna göra det måste de kunna sköta ett bolag väldigt väl. De satsar egna pengar i det här förvärvet och går det dåligt för bolaget, försvinner deras investerade kapital. Det innebär att de förlorat pengar som investerare placerat i fonden.

✓ *Uppköpsföretaget i sig?*

Uppköpsföretaget är det helt avgörande eftersom det är till dem banken lånar ut kapital. För lite kassaflöde innebär att det inte finns någon möjlighet att erhålla några lån. Vid t ex venture capital finns inga banklån. Kassaflödet är det som bestämmer. Tillgångarna påverkar inte. Starka tillgångar medför inte att LBO-företaget kan få lån för att göra en affär. Ju starkare kassaflödet är, desto bättre blir villkoren för lånen. Bolagen ska också ha en god historia av kassaflöden. Vid högre risker blir återbetalningstiden också längre.

Ledningen för målbolaget ska göra upp en tioårig affärsplan som helt och hållet bygger på verksamheten. Den nuvarande kapitalstrukturen är inte relevant för banken. Banken fokuserar på förmågan att få fram framtida kassaflöden.

10.3 Återbetalningstid

✓ *Vad påverkar återbetalningstiden för lånen? Vilka faktorer är särskilt viktiga?*

Det beror på vad målföretaget klarar av. Som tidigare nämnts är kassaflödet det allra viktigaste. Ledningens affärsplan är också viktig för återbetalningstiden. Tilltro till affärsplan måste finnas. Externa analytiker som investmentbolag, revisorer, jurister et cetera gör undersökningar av företaget. Allt påverkar därför lånetiden.

Ofta kombineras olika typer av lån. Vissa amorteras löpande och vissa betalas av direkt i slutet. Ingen utdelning till aktieägarna förekommer innan lånekrediten är avbetalad.

I de syndikerade krediterna är det 7, 8 och 9 års löptid för tranch A, B och C. A-tranchen utgör mellan 30 - 50 % av den totala finansieringen av seniora lånet och återbetalas över 7 år. De andra är amorteringsfria i 8 respektive 9 år och därefter förfaller de och då sker ofta en refinansiering. Om bolaget hamnar i en situation där de har mycket pengar samlade och inte är i behov av mycket krediter, kan en refinansiering av hela skuldpaketet i bolaget göras.

10.4 Risk

✓ *Vad kan Cloetta Fazer och liknande bolag inom dagligvarubranschen ges för lånevillkor?*

Bankerna vill först ha en förklaring hur värde kan ökas i bolaget. Strategiskt tänkande är viktigt; vad kan en LBO bidra med som inte bolaget själva kan. Säger banken ja till finansieringen får private equity-bolagen reda på villkor för affären.

Regler och lagar rörande förvärv påverkar också köp av publika bolag. Det är svårt att få tillgång till info på grund av dessa regler och det är inte bra för bankerna och private equity-företagen. Det är risk för insiderproblem om känslig info utnyttjas från publika bolag för LBO.

Banker har ofta ett internt system som de rankar bolagen med, utifrån mjuka och hårda faktorer. Hårda faktorer är till exempel nyckeltal, det egna kapitalet och hur företaget kan motstå en nedgång. Mjuka faktorer är företagsledningens kompetens, anställda etc. Allting blir en sammanvägd bedömning. Lånevillkor, marginalerna, ligger på Londonmarknaden omkring 2 - 2,25 (%) på en A-tranch. Sedan ligger det på +50 punkter på tranchen därefter osv.

✓ *Vilken ränta kan krävas för finansiering av ett företag som Cloetta Fazer med stabila kassaflöden och relativt låg risk?*

Att företaget ser bra ut idag är relativt ointressant. Historik är inte relevant utan framtiden avgör. Risken bedöms först efter det att vi fått del av marknadsrapporten och kunskap om företagets framtida utveckling.

Om ett bolag ska köpas ut från börsen måste man räkna på en premie på åtminstone 20 % för börskursen. Det är viktigt för finansieringen att undersöka vilka utköpsmultiplar som finns. Ofta undersöks värdet i förhållande till rörelseresultatet före avskrivningar, skatt och amorteringar

(EBITDA). Riskkapitalister vill ha låga multiplar. Att köpa ett bolag som Clas Ohlson eller något annat som handlas 15-18x EBITDA är helt lönlöst. Det går inte att få en IRR som är acceptabel. En maximal nivå är kanske 10x EBITDA.

::: Del IV :::

Resultat och analys

11 Kassaflödesvärdering

Kapitlet inleds med den värdering vi genomfört av Cloetta Fazer. Antaganden som ligger till grund för värderingen presenteras och motiveras. Efterföljande del förklarar prognostiserade kassaflöden för prognosperioden och för residualperioden. Beskrivningarna av värderingen har kortats ner för att göra kapitlet mer lättläst och tydligt förklara vårt resultat.

11.1 Inledning

Vi har genomfört en kassaflödesvärdering av Cloetta Fazer. Som framgår av empirin där private equity-företag intervjuades, måste en värdering av målföretaget göras innan finansieringsvillkor kan bestämmas. Av den anledningen har vi analyserat Cloetta Fazers förutsättningar för framtiden och beräknat ett värde på företaget. Värderingens resultat ligger till grund för de finansieringsvillkor vi använder i den kommande LBO-värderingen i nästa kapitel. I LBO-värderingen beräknar vi värdet av själva LBO:n där Cloetta Fazer förvärvas.

Såväl banker som private equity-företag uttryckte svårigheten med att införskaffa tillräcklig information för att värdera en publik LBO. Vi har valt att använda samma publika information som private equity-företagen, vilket innebär att vi utgått från årsredovisningar, information från analytiker och diverse information från riksbanken, konjunkturinstitut och andra offentliga källor. Till skillnad från det tillvägagångssätt som förespråkas i empirin, har vi inte använt oss av några externa rådgivare.

11.2 Variabler vid värdering

För att möjliggöra en värdering av Cloetta Fazer utgår vi dels från givna värden och antagna värden. För att förbättra tydligheten i värderingen presenterar vi nedan de värden som är givna och de värden som är antagna. De värden som är givna är hämtade från Affärsvärlden och Dagens Industri.

Givna värden (SEK)

- Aktiekurs: 225,00 SEK³⁵
- Antal aktier: 24,12 miljoner³⁶

³⁵ www.affarsvarlden.se, 2005-05-02

³⁶ Cloetta Fazer iv

- Aktiens beta: 0,17³⁷
- Riskfri ränta: 3,4 %³⁸
- Riskpremie: 3,5 %³⁹

11.2.1 Kapitalkostnad - WACC

Kapitalkostnaden, det vill säga WACC, används som diskonteringsfaktor för Cloetta Fazers prognostiserade framtida kassaflöden. Kapitalkostnaden enligt WACC påverkas av storlek och räntabilitet på det egna kapitalet respektive det lånade kapitalet.

Vi har använt 10-åriga stadsobligationer som riskfri ränta. Damodaran (2002) förespråkar 10-åriga stadsobligationer vid företagsvärderingar och andra långsiktiga analyser. Eftersom vi har en tioårig tidshorisont är det också fördelaktigt att använda motsvarande tidsperiod för alternativa placeringar.

11.2.2 Betavärde

Betavärdet för en aktie består enligt Damodaran (2002) av tre variabler; den eller de branscher som företaget har sin verksamhet inom, företagens operationella hävstång samt företagens finansiella hävstång. Vi har valt att använda ett betavärde som angivits av Affärsvärlden.

11.2.3 Långivarnas avkastningskrav

Långivarnas avkastningskrav ska enligt Damodaran (2002) räknas fram med två variabler, dels den riskfria räntan och dels risken för betalningssvårigheter (default risk). Långivarnas avkastningskrav beror därmed på företagens kreditvärdighet. I praktiken används dock oftast företagens faktiska genomsnittliga skuldränta för att räkna fram långivarnas avkastningskrav.

På grund av att Cloetta Fazer i nuläget har en mycket låg andel lån har kostnader för räntor blivit missvisande med ovanstående formel. Därför är långivarnas avkastningskrav justerat. Vi har räknat fram ett avkastningskrav för lånekrediter genom att använda EURIBOR + 225 punkter. Information om antalet punkter över EURIBOR är tagen från intervjuerna med bankerna.

³⁷ www.affarsvarlden.se, 2005-05-10

³⁸ 10-årig statslåneränta, www.di.se, 2005-05-02

³⁹ Øystein Fredriksen, kompendie till kursen Företagsfinansiering och –värdering (2004)

Utifrån de givna värdena, ovanstående och nedanstående text, har vi uppskattat följande värden för att möjliggöra en värdering av Cloetta Fazer.

Antagna värden för Cloetta Fazer:

- Tillväxttakt: 0,5 – 1,0 %
- Bruttomarginal: 13,0 – 17,03 %
- Rörelsekapital: 30 % - 45 % (av omsättningen)
- Räntekostnad: 3,0 %⁴⁰

11.3 Prognostiserade kassaflöden

Prognostiserade värden för Cloetta Fazer har beräknats för en 10-årsperiod. Dessa värden har antagits utifrån den referensram och empiri vi samlat in. Därefter följer residualperioden med stabil tillväxt. Enkelt sett, beror kassaflödena på hur intäkterna och kostnaderna utvecklas över tiden. I nedanstående avsnitt förklarar vi därför Cloetta Fazers framtida möjligheter att skapa intäkter till lägsta tänkbara kostnad.

11.3.1 Utveckling under den 10-åriga prognosperioden

Bedömningen av det makroekonomiska läget grundar sig på generella tillväxtprognoser. Konjunkturinstitutet har prognostiserat en BNP-tillväxt⁴¹ för år 2005 och år 2006 till 3,2 %.

Den årliga tillväxttakten för Cloetta Fazer borde enligt våra uppskattningar ligga mellan 0,5 % och 1,0 % under kommande tioårsperiod. Cloetta Fazer hade föregående år, mellan 2003 och 2004, en något negativ tillväxt.

Möjligheten till organisk tillväxt är relativt begränsad eftersom produkterna på konfektyrmarknaden präglas av en stark lokal tillhörighet. Vi ser det som föga troligt att Cloetta Fazer kommer att öka sin tillväxt organiskt. Istället är det mer troligt att tillväxten kan ökas genom förvärv. Försäljningstillväxt genom förvärv kan inriktas mot lokala starka varumärken eftersom det enligt Cloetta Fazer är svårt att ta marknadsandelar med nya produkter.

⁴⁰ Effektiva räntan 2004, (Cloetta Fazer, iv)

⁴¹ Kalenderkorrigerad BNP, dvs. korrigerad för olika antal arbetsdagar (2005)

Cloetta Fazer har också uttryckt att framtida förvärv är en del av företagets strategi. Företagets nuvarande ekonomiska situation möjliggör också förvärvsbaserad tillväxt. Vid början av år 2005 hade Cloetta Fazer en kassalikviditet på cirka 240 %⁴² samt en mycket låg skuldsättningsgrad. Den höga kassalikviditeten beror på avyttringen av verksamhetsområdet Handel år 2001. De likvida medlen⁴³ uppgick vid samma tidpunkt ungefär ca 33 % av balansomslutningen. Enligt Hallgren (2002) bör ett företag ha en kassalikviditet runt 100 %. Det innebär att Cloetta Fazer på längre sikt kan använda en relativt stor del av likvida medel till förvärvstillväxt.

Med företagets tillväxtmål på 25 % per treårsperiod i åtanke, är det troligt att viss del av de likvida tillgångarna används för att finansiera ett förvärv. Det kräver dock att företaget kan identifiera målföretag och fullfölja förvärv. Såväl analytiker⁴⁴ som företagets vd har uttryckt planer på förvärv. Om Cloetta Fazer skall ha en möjlighet att växa genom förvärv måste uppköpsplanerna fullföljas. Under 2004 var Cloetta Fazer med och bjöd på Leaf⁴⁵ vilket ägdes av holländska CSM. Tyvärr lyckades inte detta förvärvsförsök då budgivningen förlorades mot Nordic Capital och CVC Capital. (www.di.se, 2005)

Det finns anledning att tro att tillväxttakten under de kommande åren blir jämn. Cloetta Fazer har ett lågt betavärde och har historiskt sett haft en jämn försäljningstillväxt. Vi antar att Cloetta Fazer kan uppnå en låg försäljningstillväxt på grund av den ökade konkurrensen.

Förutom den begränsade tillväxten i försäljningen, har Cloetta Fazer relativt tveksamma förutsättningar att minska kostnader och förbättra marginaler, för att öka lönsamheten. Bruttomarginalerna är för tillfället relativt höga och är samtidigt stabila. Sammanslagningen år 2001 mellan Cloetta och Fazer förbättrade verksamhetens bruttomarginal avsevärt. Sedan samgåendet mellan Fazer och Cloetta har det nya bolaget haft en genomsnittlig bruttomarginal på ca 16 % över den senaste 5-årsperioden. De synergier som följde efter sammanslagningen är i stort sett inräknade.

⁴² Exklusive samtliga fodringar och varulager.

⁴³ Till de likvida medlen räknas här in kortfristiga placeringar samt kassa och bank.

⁴⁴ Veckans Affärer, 2004-10-25

⁴⁵ Leaf har kända varumärken som Ahlgrens Bilar och Läkerol.

Bruttomarginalen antas minska i framtiden. På grund av att ökad konkurrens föreligger, är det sannolikt att Cloetta Fazer tvingas sänka sina priser för att konkurrera med nya lågprisvarumärken. Det medför att marginalerna kommer att försämrans inför framtiden. Ytterligare kostnadsrationaliseringar för att kompensera prissänkningar är svåra. Kostnadsstrukturen kan inte förändras mycket eftersom den till stor del består av råvarukostnader som inte företaget kan påverka självt. Terminssäkringar av kakaopriset förutsätts fortsätta i samma proportioner i framtiden. Kostnadsminskningar genom etableringar i lågkostnadsländer är också tveksamt eftersom lönekostnaderna enbart utgör 10 % av totala kostnader.

Bruttomarginalen har antagits ligga kvar på 17 % för år 2006 men sedan falla tillbaka till 13 % för resten av prognosperioden. Anledningen till att bruttomarginalen antas stiga inledningsvis beror på den planerade avvecklingen av Cloetta Fazer Polska Sp. z o.o. i Gdansk, Polen. Avvecklingen av den fabriken kommer med troligtvis innebära minskade kostnader och därmed en högre bruttomarginal.

Nettoinvesteringarna antas ligga stadigt på 5 % då detta är ett ungefärligt genomsnitt för de senaste fem åren. Avskrivningarna har tidigare varit något högre men förväntas stabilisera sig runt 3 %.

Andelen rörelsekapital har tidigare varit något hög. Denna torde kunna sänkas till att ligga runt 30 % inom fyra år. En sänkning av rörelsekapitalet är en av de viktigare åtgärder ett private equity-företag försöker göra i målföretagen då detta är ett bra sätt att höja värdet på.

År	Tillväxt-takt	Brutto-marginal	Andelen lån	Nettoinv. i % av oms.	Avskriv. i % av oms.	RöK i % av oms.
2006	1,0%	17,0%	5,0%	5,0%	3,0%	45%
2007	1,0%	15,0%	10,0%	5,0%	3,0%	40%
2008	1,0%	13,0%	15,0%	5,0%	3,0%	35%
2009	1,0%	13,0%	15,0%	5,0%	3,0%	30%
2010	1,0%	13,0%	20,0%	5,0%	3,0%	30%
2011	1,0%	13,0%	20,0%	5,0%	3,0%	30%
2012	0,5%	13,0%	25,0%	5,0%	3,0%	30%
2013	0,5%	13,0%	25,0%	5,0%	3,0%	30%
2014	0,5%	13,0%	30,0%	5,0%	3,0%	30%
2015	0,5%	13,0%	30,0%	5,0%	3,0%	30%

Tabell 1. Utvecklingen under prognosperioden

11.3.2 Utveckling residualperiod

Residualperioden följer efter prognosperioden (Damodaran, 2002). Vi antar att Cloetta Fazer kommer att ha en svag försäljningstillväxt även här. Under residualperioden har vi antagit att försäljningstillväxten kommer att vara ungefär 0,5 %.

Vad gäller kostnader och marginaler antas Cloetta Fazer fortsätta att ha ungefär samma nivåer som under den 10-åriga prognosperioden. Eftersom produktutbudet även i fortsättningen kommer att ligga inom konfektyrområdet, kommer också råvarukostnaderna utvecklas med samma proportioner. Residualperiodens bruttomarginalutveckling antas bli 13 %.

Tillväxttakten i den stabila perioden	0,5%
Bruttomarginalen i den stabila perioden	13%
RöK som % av omsättningen i den stabila perioden	30%
Betavärdet under den stabila perioden	0,12
Andelen lån under den stabila perioden	30%
Lånekostnaden under den stabila perioden	5%
AT i procent av avskrivningarna i stabila perioden	100%

Tabell 2. Värden för residualperioden

Resultatet av värderingen presenteras i tabell 3 där företagets värde är 6.510 Mkr och aktieägarnas kurspotential ungefär 36 %. Den höga kurspotentialen ger utrymme för en högre premie.

Nuvärdet av kassaflöden under prognosperioden	1 405
Nuvärdet av residualvärdet	5 105
Värdet på företaget - FCFF	6 510
Rörelsefrämmande tillgångar	928
Skulder	40
Aktieägarvärdet	7 397
Värde per aktie	306,99
Dagens aktiekurs	225,00
Kurspotential	36,31%

Tabell 3. Resultatet av DCF-värderingen

12 LBO-värdering

Följande kapitel innehåller information och resultat från den värdering vi gjorde av Cloetta Fazer vid en LBO. Till stöd för värderingen användes ett program framtaget av Damodaran vid Stern School of Business, New York University. Programmet är speciellt framtaget för att värdera LBOs.

12.1 Inledning

Utifrån det resultat vi beräknade i föregående kapitel, har vi genomfört en LBO-värdering av Cloetta Fazer. Skillnaden i jämförelse med den föregående värderingen är att hänsyn nu tagits till de förändrade förutsättningar som uppkommer i samband med att en LBO av Cloetta Fazer genomförs. Den mest markanta förändringen är att kapitalstrukturen kraftigt ändras eftersom förvärvet finansieras med en hög andel lån.

Förändrad kapitalstruktur har i sin tur påverkat betavärde och kapitalkostnad under varje år för prognosperioden. Värdena anges i bilagan i slutet av uppsatsen.

12.2 Finansiering

Vid strukturering av en LBO är det enligt Bierman (2003) i huvudsak två saker att ta hänsyn till:

- andelen eget kapital och lån
- fördelningen av eget kapital mellan investerare och företagsledningen

Vi har valt att använda 70 % lånat kapital eftersom det motsvarar en vanlig struktur på en LBO (Mills, 2000; Nyman, 2002). Den kapitalstrukturen har även angivits under de intervjuer vi genomfört.

Ingen utdelning av vinst på det egna kapitalet görs. Anledningen till det är att kassaflödena istället måste användas till amortering och räntekostnader.

Vi har valt att strukturera lånefinansieringen på det sätt som är vanligast och mest troligt enligt referensramen och de intervjuer vi genomförde. Vi har inte antagit att finansieringen görs med sekundära lån, det vill säga företagsobligationer, eftersom de är mycket ovanliga i Sverige.

Istället har seniora (primära) lån använts för att finansiera köpet. De seniora lånen är strukturerade i tre trancher; A, B och C med nuvarande räntenivåer för respektive tranch. I A-tranchen ligger 40 % av de totala skulderna, i B- och C-tranchen samt Mezzaninen består av vardera 20 %. A-tranchen skall utifrån intervjuerna betalas av på högst sju år med ett stigande amorteringsbelopp. B- och C-tranchen skall betalas av efter åtta respektive nio år, alternativt refinansieras, det vill säga lånas upp på nytt. Mezzaninkapitalet betalas av vid en eventuell försäljning eller när kassaflödena tillåter det. Vi har både med B- och C-tranchen samt med Mezzaninkapitalet valt att räkna med återbetalning till 50 % och därmed även en refinansiering till 50 % med samma räntesatser. Referensräntan vi använt är EURIBOR. Mezzaninkapital ingår också enligt de svar vi erhöll från bankerna. Räntan för mezzanin har också angivits i enlighet med bankernas information.

Källa	Summa	Låneränta	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Equity	1747,5	NA										
Senior: A-tr.	1631,0	4,5%	8,0%	10,0%	12,0%	15,0%	15,0%	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Senior: B-tr.	815,5	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	0,0%	0,0%
Senior: C-tr.	815,5	5,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	0,0%
Mezzanin	815,5	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%
Låneränta på återstående skuld för residualperioden=			4,45%									

Tabell 4. Amorteringsplan (i % av principal)

12.3 Utveckling prognos- och residualperiod

Under prognosperioden är hela företags kassaflöden positiva. Däremot är kassaflödet för eget kapital negativt. Inga avyttringar av anläggningstillgångar har antagits. Som framgick av intervjuerna är det fördelaktigt att sälja av tillgångar som inte skapar värde för företaget och ägarna. Vi har dock inte funnit möjlighet att sälja de tillgångar som för tillfället används för produktion och övriga verksamhetsområden.

När prognosperioden är avslutad och residualperioden tar vid, är samtliga lån från A-tranchen avbetalade. B- och C-trancherna kan också betalas av och återfinansieras. Skillnaden i företagsvärde för investerarna om samtliga lån inklusive mezzanin är avbetalade under prognosperioden respektive låta kvarhålla 50 % av lånen, är marginell. Betalas samtliga lån av under prognosperioden blir värdet på företaget 1,8 % högre än om B och C-trancherna samt mezzanin endast betalas av till 50 %.

Mkr			
	PV of CF	Investering	Beslut
Kapitalinvestorer	595 kr	1 747 kr	AVSTÅ
Alla Investorer	4 629 kr	5 825 kr	AVSTÅ

Kassaflöde till Kap. Investorer	
Genomsnittlig FCFE -	226 kr
Maximal FCFE =	- 45 kr
Minimal FCFE=	- 333 kr
Std. Avvik. av FCFE=	92 kr

Beta	
Beta före LBO =	0,19
Beta efter LBO =	0,48
Beta om 10 år =	0,25

Hävstång	
S/E Ratio före LBO =	7,34%
S/E Ratio efter LBO =	233,33%
S/E Ratio om 5 år =	151,86%
S/E Ratio om 10 år =	51,26%

IRR	6,90%
------------	--------------

IRR-krav	25,12% inkl. premie
Exit	19 500 kr

Tabell 5. Resultat av LBO-analysen

13 Analys

Kapitlet innehåller analys och diskussion utifrån de två värderingar som genomförts. Vi relaterar empiriska resultat till den referensram vi presenterat. Inledningsvis görs en förklaring till hur en LBO-process ser ut och vilka delar vi analyserat i uppsatsen. Därefter analyserar vi förutsättningar för en LBO, möjliga för- och nackdelar samt vilket värde en LBO skulle kunna medföra.

13.1 Faktorer för en LBO

Cloetta Fazer har i dagsläget flera faktorer till fördel för att genomföra en LBO. I kommande avsnitt analyserar vi de faktorer som talar för att Cloetta Fazer är ett lämpligt målföretag för en LBO.

13.1.1 Konjunkturoberoende och stark marknadsposition

SVCA (2005) påpekar att ett företags marknadsposition och konjunkturoberoende är viktiga faktorer vid en LBO. Cloetta Fazer har en ledande marknadsposition inom konfektyrbranschen i Sverige och Finland. Vidare är företaget konjunkturoberoende och har haft en jämn försäljningsutveckling under senare år. Ett konjunkturoberoende minskar risken för en LBO och gör att det är lättare att beräkna huruvida kommande kassaflöden verkligen räcker till att amortera lån och betala räntor under prognosperioden.

13.1.2 Stabila kassaflöden

Som framgått i både referensram och empiri, är stabila kassaflöden en förutsättning för att genomföra en LBO. Cloetta Fazer har jämna kassaflöden och med vår värdering som utgångspunkt, räcker kommande kassaflöden för att betala räntekostnader och amorteringar till dagens lånevillkor. De uppskattningar vi gjort av kassaflödena bygger både på historiska beräkningar och framtida uppskattningar.

Det är också tänkbart att förbättra kassaflödena genom att förvärva andra företag. Cloetta Fazer har i nuläget en mycket god kassalikviditet och därmed ekonomiska förutsättningar att skapa tillväxt genom förvärv. En LBO av Cloetta Fazer skulle därmed kunna motiveras med en så kallad köp- och byggstrategi som Anson (2002) beskriver.

13.1.3 Produktutbud och varumärken

Cloetta Fazer har ett brett produktutbud inom konfektyrbranschen och stora marknadsandelar i framförallt Sverige och Finland. Varumärkena är också välkända och kan ses som en viktig fördel gentemot konkurrenter. Med den ökande konkurrensen i åtanke är det starka produktutbudet och varumärket en viktig faktor för en LBO, särskilt med tanke på mindre kända varumärken (private labels).

13.1.4 Låg riskfaktor

Risker är alltid viktiga vid en LBO. Av resultaten från intervjuerna framgår det att risker som är svåra att kontrollera är allvarliga och negativa vid en LBO. Cloetta Fazer har få risker som kan antas vara hinder för en LBO. De mest påtagliga problemen är den ökande konkurrensen och därmed risken att intäkterna kommer att minska. Råvarupriser påverkar också företaget mycket eftersom det utgör mer än hälften av totala kostnader. Risk för prisökningar i kakaopriser, som är den största enskilda råvarukostnaden, är dock inte allvarliga för Cloetta Fazer eftersom de täckt upp eventuella prisökningar med att köpa terminskontrakt.

Överlag har Cloetta Fazer få risker som är tillräckligt allvarliga och samtidigt utan möjlighet att påverka, för att en LBO ska vara svår att genomföra. Den mest markanta risken är den framtida konkurrensen från lågprisvarumärken eftersom företaget endast i begränsad utsträckning kan påverka den risken. Troligtvis är varumärkena de viktigaste faktorerna för att minska risken för minskad försäljning på grund av ökad konkurrens.

13.2 Faktorer mot en LBO

Vi har funnit flera faktorer som är problematiska vid en LBO av Cloetta Fazer. Det mest påtagliga problemet vi funnit är begränsad information. Med endast publik information tillgänglig är det svårt att argumentera för att en LBO ger ett högre värde än det värde marknaden idag värderar företaget till. Andra viktiga faktorer som försvårar en LBO av Cloetta Fazer är låg omsättningstillväxt, tveksamma förbättringar av den operativa verksamheten och en hög EV/EBITDA-multipel⁴⁶.

⁴⁶ EV betyder *Enterprise Value* och är samma som företags totala värde.

13.2.1 Begränsad information vid publik LBO

Eftersom Cloetta Fazer är ett publikt bolag är det svårt att få åtkomst till tillräcklig information för att värdera företaget. Problematiken med bristfällig information vid LBO av publika företag framkom tydligt i våra intervjuer med riskkapitalbolag. Precis som framgick i intervjuerna, är det svårt att finna starka argument för tillförlitligheten i de framtida kassaflödena. Publik information ger endast vaga uppskattningar av företagets framtida värde. Det är också svårt att finna argument för att företaget bör ha ett annat värde än marknadsvärdet eftersom det motsvarar marknadens genomsnittliga värdering.

Med ovanstående resonemang i åtanke, är det troligt att det blir svårt att övertyga bankerna om tillförlitligheten och värdet i transaktionen. Trots att vi funnit att Cloetta Fazer är något undervärderat i dagsläget, är uppskattningarna ändå relativt osäkra. För att förbättra kunskapen om företaget vore det nödvändigt att använda konsulter och olika typer av rådgivare. Vi anser att det är nödvändigt med en relativt hög samstämmighet mellan olika parter för att investerarna ska vilja anta affären.

Vi har funnit att bristfällig information vid en publik LBO är det huvudsakliga problemet eftersom det tenderar att skapa osäkerhet kring de övriga delarna. Såväl positiva som negativa effekter blir svårare att validera på grund av att publik information inte är ett tillräckligt underlag för att analysera samtliga delar. Som påpekats i referensramen och i intervjuerna måste en LBO göras med en relativt hög premie på nuvarande aktiekurs. En av bankerna menade till exempel att en vanlig premie är 20 %⁴⁷ över börskursen. Med premien i åtanke är det också svårt att motivera varför det beräknade värdet av en LBO blir väsentligt högre än nuvarande marknadsvärde, eftersom marknaden har tillgång till samma information som köparen vid en publik LBO.

13.2.2 Omsättningstillväxt

Omsättningstillväxten är låg och kan dessutom försämrats av flera skäl. Det utgör ett påtagligt problem vid en eventuell LBO av Cloetta Fazer. I nuläget är konfektyrmarknaden en mogen marknad utan någon direkt tillväxt. Det innebär att Cloetta Fazer måste växa genom att ta marknadsandelar av sina konkurrenter för att skapa en god omsättningstillväxt. Den ökade konkurrensen inom konfektyrbranschen är tydlig och har uttryckts både av Cloetta Fazer samt av de riskkapitalbolag och de banker som vi intervjuade.

⁴⁷ Intervjuer med Banker avsnitt 10.4 s. 63

Den hårdaste konkurrensen kommer troligtvis att komma från så kallade private labels där försäljare använder sina egna varumärken.

En ökad konkurrens kan slå hårt mot Cloetta Fazers försäljning i och med att marknadsandelar kan försvinna och priserna pressas. Lägre försäljningsintäkter innebär sämre marginaler och ett lägre värde på företaget. I enlighet med den information vi erhållit och presenterar i referensram och empiri, kan det vara svårt att motivera en LBO om omsättningstillväxten utgörs av en alltför hög osäkerhet.

Vi har heller inte funnit någon möjlighet att sälja tillgångar för att under den första tiden förbättra kassaflödet. Eventuellt kan det finnas argument för att göra en sale-and-lease-back av nuvarande anläggningstillgångar. Det är dock oklart huruvida det är möjligt samt vilka fördelar det kan medföra.

13.2.3 Operativ verksamhet

Det är svårt att dra slutsatser om huruvida den operativa verksamheten kan förbättras genom en LBO. Anson (2002) och flera företag under intervjuerna anger operativa fördelar med en LBO. Även om det är tänkbart att Cloetta Fazer skulle kunna få operativa fördelar är det ändå svårt att finna belägg för vad som ska förbättras i nuläget och hur det ska gå till. Cloetta har under de senaste åren genomfört rationaliseringar av verksamheten, till exempel avveckling av verksamhet i Polen och rationalisering och omstrukturering av produktion i Sverige och Finland. Efter dessa rationaliseringar är det svårt att identifiera flera effektiviseringsmöjligheter.

Det är tänkbart att förbättringar av den operativa verksamheten är möjligt om köparen har tillräckliga resurser och kunskaper. Troligtvis skulle inte heller en LBO genomföras om det inte fanns möjlighet att förbättra den operativa verksamheten. Med hjälp av rådgivare och samarbete med den nuvarande ledningen av Cloetta Fazer vore det sannolikt att ytterligare rationaliseringar kan identifieras. Utifrån den information som vi använt i den här uppsatsen har vi dock inte funnit belägg för att några specifika förändringar av den operativa verksamheten kan vara argument för en LBO.

13.2.4 EV/EBITDA multipeln

Utifrån intervjuunderlaget är det vanligt att undersöka ett företags EV/EBITDA-multipel vid en LBO. Multipeln jämförs med ett troligt maxvärde för att analysera utköpsmöjligheterna av företaget. Maxvärdet för

multiplern vid ett utköp från börsen är, som tidigare nämnts, ungefär 10x EBITDA.

I nuläget, det vill säga innan förändringar i Cloetta Fazer har gjorts, är utköpsmultiplern 10,54x⁴⁸. Vid ett utköp från börsen måste även en premie på minst 20 % tillräknas aktiekursen för att nuvarande aktieägare skall överväga att sälja. Med premien i åtanke blir utköpsmultiplern något högre och landar på 12,65x⁴⁹. Med det angivna maxvärdet på 10x i åtanke blir det svårt att genomföra affären även om ingen premie lämnas.

13.2.5 IRR-värde och Exit-värde

IRR-värdet kan också anses vara för lågt. Enligt den första värderingen blev företagsvärdet (FCFF) 6.510 Mkr. Det är högre än ursprungsvärdet på drygt 5.420 Mkr och ökningen ger en IRR på 10,84 %. Det är alldeles för lågt med tanke på kravet på 20-30 % i IRR. Den låga internräntan tyder till skillnad mot kursutvecklingen på att affären bör avstås. Exit-värdet har beräknats till 4.557 Mkr är därmed ett för lågt exitvärde för att ge den IRR som krävs. För att en IRR på 25 % ska erhållas krävs det ett betydligt högre exit-värde; 15.500 Mkr, utan premie.

13.3 Positiva effekter av en LBO

I kapitel 5 beskrevs effekter av en LBO. Cloetta Fazer kan genom en ökad andel lån tillgodogöra sig av skatteavdrag eftersom vi uppskattat att verksamheten genererar vinster under prognosperioden. Vid förlust betalas ingen skatt och inga avdrag för räntekostnader kan då göras. Om Cloetta Fazer köptes ut skulle detta leda till att köparna får göra relativt stora skatteavdrag på grund av de höga räntekostnaderna som uppkommer vid köpet.

Förutom skatteavdrag nämndes också kapitalkostnad och högre finansiell utväxling på det egna kapitalet som fördelar med lånefinansiering. När en LBO av Cloetta Fazer görs, får den högre andelen lån dock endast en mindre påverkan på kapitalkostnaden och den finansiella hävstången. Anledningen till det är att företagets betavärde är mycket lågt. Efter en LBO ökar dock betavärdet men det högsta betavärdet under perioden är dock inte högre än

⁴⁸ Aktiekurs 225 kr multiplicerat med antal aktier, dividerat med EBITDA.

⁴⁹ Aktiekurs 225 kr plus premie på 20 % ger ett pris per aktie på 270 kr

0,48. I sin tur medför det att den finansiella hävstången och kapitalkostnaden för eget kapital inte blir speciellt hög. Trots en hög andel lån, ligger betavärdet långt under marknadens beta, det vill säga 1. Det är dock svårt att dra några slutsatser om huruvida lånens begränsade effekt på betavärde och finansiell hävstång är bra eller dålig. Det beror på investerarnas riskbenägenhet. Det framkommer dock tydligt att Cloetta Fazer är ett så pass stabilt företag att en hög andel lån inte kan driva betavärdet över marknadsnivån, utifrån dagens förutsättningar för företaget samt lånevillkor från bankerna. Om ett antagande görs om att bankerna skulle kunna bidra med 90 % lån, skulle betavärdet ändå inte nå högre än 1,34 första året. Redan efter fem år skulle betavärdet återigen vara under 1 och aktien därmed ha en lägre förväntad avkastning än marknaden. Att finansiera med en sådan kapitalstruktur är dock inte möjlig med nuvarande villkor från banker och andra aktörer på lånemarknaden.

Förutom skatteavdrag får LBO-aktören som köper ett bolag full kontroll över bolaget vilket underlättar mycket vid beslutsfattande, speciellt när det gäller ett noterat bolag som Cloetta Fazer där företaget till största delen ägs av två parter. De konflikter som kan finnas mellan ägare av större poster kan enkelt undvikas om allt kapital innehas av ett holdingbolag.

Ur private equity-företagets perspektiv kan den höga låneandelen ses som positiv eftersom det genererar en högre avkastning på det satsade kapitalet. Dessutom kan den höga låneandelen i en LBO leda till förbättringar inom organisationen. Förbättringarna kan ligga både på produktionssidan såväl som på lednings- och finansieringssidan. Den ökade pressen på företagsledningen leder inte alltför sällan till en positiv utveckling av företaget.

13.4 Negativa effekter av en LBO

Den största nackdelen med en LBO är att den höga andelen lån i kapitalstrukturen riskerar att skapa alltför höga amorteringar och räntekostnader. Visserligen ligger ofta förvärvslånen i ett holdingbolag och inte i målföretaget, men det kan ändå vara en nackdel med tanke på att lånen måste amorteras oavsett vilken juridisk enhet de tillhör.

Den höga låneandelen medför också att felmarginalerna blir mindre. Cloetta Fazer får en ökad press att behålla eller förbättra de prognostiserade kassaflödena. Det kan uppfattas som en hämmande faktor bland företagets anställda.

Otillräcklig information vid en publik LBO medför att det är svårt att med tillförlitlighet hävda att en LBO av Cloetta Fazer ger klara positiva eller negativa effekter. Dessutom är värdet på utköpet svårt att uppskatta på grund av att en eventuell värdeökning beror på vilka förbättringar som görs inom företaget. Det har framgått av både referensram och empiri att värdeökningen i samband med en LBO till stor del kan härledas från förbättringar som görs i målföretagets verksamhet.

13.5 Avslutande diskussion

Som påpekats finns det både för- och nackdelar med en LBO av Cloetta Fazer. För tillfället är det troligt att de flesta private equity-företag samt andra eventuella köpare, finner de negativa argumenten övervägande. Den begränsade informationen gör också att det är svårt att finna belägg för att de identifierade förutsättningarna är tillförlitliga. Det medför att risken ökar vilket försvårar en LBO ytterligare.

Risikkapitalmarknaden är dock inne i en högkonjunktur vilken kan medföra att det finns mer kapital att satsa på ett utköp. Bankerna har också varit mycket villiga att ge lånekredit. Det är ändå viktigt att ta hänsyn till att den goda utvecklingen kan avta inom en obestämd framtid. Som framgår av *Figur 2* ökade investerat kapital på risikkapitalmarknaden med mer än 100 % mellan år 2003 och 2004. Den kommande trenden är svår att förutse men en försämrad utveckling för risikkapitalmarknaden försvårar möjligheten att i dagsläget genomföra en LBO av Cloetta Fazer.

14 Slutsatser

För att underlätta läsandet av uppsatsen följer de inledande frågorna från problemformuleringen i slutsatsen. Kapitlet innehåller också en reflektion och förslag till framtida studier.

✓ *Vilka förutsättningar talar för respektive emot en LBO av fallföretaget?*

Cloetta Fazers starkaste förutsättningar för att motivera en LBO är den starka marknadspositionen och det låga konjunkturberoendet. Det ger ett stabilt kassaflöde som är viktigt för att ge goda lånevillkor. Företaget har också en relativt låg riskfaktor som minskar osäkerheten i affären. Produktutbudet och varumärkena är också starka.

Den viktigaste faktorn som begränsar möjligheten att göra en LBO av Cloetta Fazer är otillräcklig information. Vi har funnit att tillgång till endast publik information är ett otillräckligt underlag för att motivera en LBO. Det är svårt att argumentera för att ett högre värde kan skapas än det värde aktiemarknaden ger.

Andra faktorer mot en LBO av Cloetta Fazer är låg omsättningstillväxt, svårigheter att effektivisera den operativa verksamheten samt en för hög EV/EBITDA-multipel. Den ökade konkurrensen från lågprisvarumärken är också viktig. Vi har vidare funnit att IRR-värdet på omkring 10,9 % och exitvärdet på 4.557 Mkr inte är tillräckligt högt.

✓ *Vilka positiva och negativa effekter ger en LBO för fallföretaget?*

Minskade kostnader uppkommer när räntekostnaderna kan minska företagets skattebetalningar. Eftersom resultatet av värderingen tyder på att Cloetta Fazer kommit att fortsätta att göra vinster ger skattereduktion en positiv effekt. För investerare i det egna kapitalet finns det goda möjligheter att förbättra avkastningen genom att den finansiella hävstången kan användas till att öka Cloetta Fazers mycket låga avkastningskrav.

Negativa effekter är väsentligt högre amorteringar och räntekostnader. Det kan medföra att företagets flexibilitet kan försämrats. Felmarginalerna kan också bli mindre.

14.1 Förslag till framtida studier

Det vore intressant att undersöka vilka resultat som uppkommit efter publika LBOs i Sverige eller andra länder. Eftersom vi funnit att publik information är problematisk i samband med LBOs ger tidigare affärer en god indikation på problemets omfattning. Även om våra intervjuer visade att privata LBOs var mycket vanligare, förekommer ändå LBOs av publika företag. Det innebär att det måste finnas några mervärdesfaktorer som motiverar förvärven.

15 Källförteckning

Litteratur

Anson, M.J.P., *ch. 26 "Private Equity"*, (Fabozzi, F.J., ed.) (2002) **"The Handbook of Financial Instruments"**, Wiley Finance, Hoboken, New Jersey.

Arzac, E.R., (2005) **"Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring"**, Wiley Finance, Hoboken, New Jersey.

Baker, G.P. & Smith, G.D., *ch. 8 "Leveraged management buyouts at KKR: Historical perspectives on patient equity, debt discipline and LBO governance"*, (Lake, R. & Lake, R.A., eds.), (2000) **"Private Equity and Venture Capital – A Practical Guide for Investors and Practitioners"**, Euromoney Books, London.

Bierman, Jr., H., (2003) **"Private equity – Transforming Public Stock to Create Value"**, Wiley Finance, Hoboken, New Jersey.

Brealey, R. & Myers, S., (2003) **"Principles of Corporate Finance"**, McGraw-Hill.

Damodaran, A., (2002) **"Investment Valuation; tools and techniques for determining the value of any asset"**, Second Edition, John Wiley & Sons inc, New York.

Damodaran, A., (2001) **"Corporate Finance – Theory and Practice"**, Second Edition, John Wiley & Sons inc, New York.

Gogel, D.J., *ch. 7 "Management shrugged: the case for leveraged buyouts"*, (Lake, R. & Lake, R.A., eds.), (2000) **"Private Equity and Venture Capital – A Practical Guide for Investors and Practitioners"**, Euromoney Books, London.

Jacobsen, D.I., (2002) **"Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsekonomiska ämnen"**, Studentlitteratur, Lund.

Hallgren, Ö., (2002) **“Finansiell Strategi och Styrning”**, Ekonomibok Förlag AB.

Lundahl, U. & Skärvad, P-H., (1999), **“Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer”**, Studentlitteratur, Lund, ISBN 91-44-01003-6.

Mills, K.G., *ch. 21 “LBO returns in the United States: what will it take to succeed in the new era of LBOs?”*, (Lake, R. & Lake, R.A., eds.), (2000) **“Private Equity and Venture Capital – A Practical Guide for Investors and Practitioners”**, Euromoney Books, London.

Nyman, M., (2002) **“Riskkapital – Private equity- och venture capital-investeringar”**, Norstedts Juridik, Stockholm.

Raicher, S., *ch. 3 “European private equity: reaching adulthood”*, (Lake, R. & Lake, R.A., eds.), (2000) **“Private Equity and Venture Capital – A Practical Guide for Investors and Practitioners”**, Euromoney Books, London.

Rapporter och artiklar

3i, (2003) **“Riskkapi-Tal – Lär dig ordens betydelser i riskkapitalbranschen”**, 3i, Stockholm.

Baldi F., (2003) **“Valuing a Leveraged Buy-Out; the expansion of the Adjusted Present Value by means of the Real Options Approach”**, University of Rome, Faculty of Economics.

Bance, A., (2004) **“Why and How to Invest in Private Equity”**, (Special Paper), EVCA, Zaventem.

Berggren, T., Bohannan, B. & Österberg, B., (2004) **“Riskkapitalbolagens aktiviteter – tredje kvartalet”**, SVCA & NUTEK, Stockholm.

Europeiska Centralbanken (2005) **“Månadsrapport - Mars 2005”**, ECB, Frankfurt.

EVCA, (2004) **“EVCA – 2003 Annual Report”**, EVCA, Zaventem.

Blecher, S., (2005) ”**Klockan klämtar för börsens kronjuveler**”, *Affärsvärlden*, Nr 20, 2005.

Giddy I., (2005) ”**What is leveraged Finance**”, New York University, Giddy.org, Resources in Finance.

Goldkuhl G., (1998) ”**Kunskapande**”, Internationella Handelshögskolan i Jönköping samt Centrum för Studier av Människa, Teknik och Organisation (CMTO) vid Linköpings universitet.

Goldkuhl G. & Cronholm S., (2003), ”**Multi-grounded theory – adding theoretical grounding to grounded theory**”, Accepted to the 2nd European Conference on Research Methodology for Business and Management Studie”, (ECRM, 2003), Reading, UK.

Isaksson A., (2004) ”**Finansiering av entreprenöriella företag**”, Handelshögskolan vid Umeå Universitet.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H., (1976) ”**Theory of the Firm – Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**”, The Journal of Financial Economics, Rochester.

Konjunkturinstitutet (2004) ”**Konjunkturläget - December 2004**”, Konjunkturinstitutet, Stockholm.

Opler, T. & Titman, S., (1991) ”**The Characteristics of Leveraged Buyout Firms**”, Andersen Graduate School of Management, University of California, Los Angeles.

SVCA, (2005) ”**Den Svenska Private Equity-marknaden**”, SVCA - Svenska Riskkapitalföreningen.

Wright, M., Thompson, S. & Robbie, K., (1991) ”**Venture Capital and Management Led Leveraged Buy-outs: A European Perspective**”, (CMBOR occasional paper, 30), Centre for Management Buy-out Research, University of Nottingham, Nottingham.

Tuck School of Business, (2003) ”**Note on Leverage Buyouts**”, Center For Private Equity and Entrepreneurship, Tuck School of Business at Dartmouth.

Internet

Affärsvärlden

<http://bors.affarsvarlden.se/>, 2005-03-18.

British Bankers' Association

<http://www.bba.org.uk/>, 2005-03-03.

Business Finance

<http://www.businessfinance.com/leveraged-buyout.htm>, 2005-05-24.

Business of America

<http://www.bofabusinesscapital.com/resources/capeyes/a09-01-6.html>,
2005-05-25.

Cloetta Fazer

- i <http://www.cloettafazer.se/>, 2005
- ii Företagspresentation (2004), www.cloettafazer.se, 2005-03-11.
- iii Årsredovisning (2003)
- iv Årsredovisning (2004)

Dagens Industri

- i <http://www.di.se/nyheter/>, 2005-03-30

<http://di.se/Nyheter/>, 2005-03-15.

Fazer AB

<http://www.fazer.fi>, 2005-03-07

Value Based Management

http://www.valuebasedmanagement.net/methods_leveraged_buy-out.html,
2005-02-23.

European Private Equity and Venture Capital Association

- <http://www.evca.com/>, 2005-02-02.
- http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_26_att_612.pdf, 2005-02-02.

Federal Reserve

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2005/20050202/default.htm>, 2005-02-03.

Svenska Riskkapitalföreningen

<http://www.vencap.se/>, 2005-02-01.

Sveriges Riksbank

<http://www.riksbanken.se/>, 2005-02-03

Intervjuer

Nordea, 2005-04-14

Handelsbanken, 2005-04-14

Föreningssparbanken, 2005-04-07

Procuritas Partners KB, 2004-04-14

CapMan AB, 2005-04-07

3i, 2005-04-11

Credelity Capital, 2005-04-11

Bilagor

Bilaga 1

LBO-företag

Generellt

- ✓ Hur ser en typisk LBO-process ut?
- ✓ Vilka är de vanligaste finansiärerna vid en LBO och vilka är de inblandade parterna?
- ✓ Hur ser ett lämpligt målföretag ut? Vilka egenskaper krävs för att det ska vara möjligt att genomföra en LBO?
- ✓ Vilka är de vanligaste positiva och negativa effekterna efter en LBO?
- ✓ Vilka är de största möjligheterna och vilka är de största problemen med en LBO?

Värdering

- ✓ Vilka typer av värderingar är aktuella för en LBO?
- ✓ Hur ser er värderingsprocess ut? Hur ser en typisk värderingsprocess ut?
 - Vilka är de svåraste inslagen i värderingsprocessen?
 - Vilken tidshorisont är lämplig att värdera på?
- ✓ Vilka är de viktigaste möjligheterna till ökat värde på företagen vid en LBO?
- ✓ Hur påverkar den höga andelen lån i sig företagets värde?
- ✓ Vilka är de interna faktorerna och hur analyseras de?
- ✓ Vilka är de externa faktorerna och hur analyseras de?
- ✓ Vilken information utgår ni från vid värdering av en LBO?

Dagligvaru- och konfektyrbranschen

- ✓ Finns det några speciellt viktiga aspekter inom dagligvarubranschen eller konsumentvarubranschen vid en LBO?
- ✓ Vad skulle ni kunna tänka er vara de största möjligheterna till värdeökningar genom LBO i dagligvarubranschen/konsumentvarubranschen? Vilka är de största svårigheterna?

Balansräkningen

- ✓ Vilka är de största förändringarna som sker på företagets balansräkning?
- ✓ Vilka faktorer är de viktigaste att påverka i samband med en LBO?

- ✓ Arzac, med flera forskare, nämner rörelsekapitalet som den viktigaste faktorn på balansräkningen, vad har ni för erfarenheter att förbättra rörelsekapitalet efter en LBO?
-

Bilaga 2

Bank

Generellt

- ✓ Vilka är de vanligaste finansiärerna vid en LBO?

Lånestruktur

- ✓ Hur ser en vanlig lånestruktur ut vid en LBO?
- ✓ Finns det någon lämplig lånestruktur eller beror strukturen på förutsättningarna för varje LBO?
- ✓ Vilka typer av lån är vanligast vid dessa investeringar?
- ✓ Vilka faktorer påverkar räntan och lånevillkoren mest vid en LBO?
 - Har olika private equity-företag stora skillnader i lånevillkor? I så fall, vilka faktorer påverkar deras lånevillkor?
 - Uppköpsföretaget i sig?

Återbetalningstid

- ✓ Vad påverkar återbetalningstiden för lånen? Vilka faktorer är särskilt viktiga?

Risk

- ✓ Vad kan Cloetta Fazer (och liknande bolag inom dagligvaru- och konfektyrbranschen) ges för lånevillkor?
 - ✓ Vilken ränta kan krävas för finansiering av ett företag som Cloetta Fazer med stabila kassaflöden och relativt låg risk?
-

Bilaga 3

Kassaflödesvärdering av Cloetta Fazer AB (Mkr)

Cloetta Fazer AB	
Värderingsår	2005
Skattesats	28 %
Aktiekurs	SEK 225
Aktiens betavärde	0,17
Riskfria räntan	3,4 %
Riskpremien	3,5 %
Räntekostnaden	4,5 %
Antal aktier	24 119 196
Andelen lån idag	1,7 %
Andelen RÖK idag	50,0 %
Bruttomarginal idag	17,0 %
AT i % av omsättn.	3,9 %
Avsk. i % av omsättn.	5,1 %
Tillväxttakt idag	- 0,2 %

CAPM	4,0 %
WACC	3,5 %
IRR	10,84 %
+ 20 % premie	8,84 %
IRR-krav	25,28 %
+ 20 % premie	25,21 %

Exitvärde	4 557
Exitvärde inkl. 20 % premie	4 557
Exitvärde vid IRR 25 %	15 500
Exitvärde vid IRR 25 % + 20 % premie	18 500

Nuvärdet av kassaflöden under prognosperioden	1 405
Nuvärdet av residualvärdet	5 105
Värdet på företaget – FCFF	6 510
Rörelsefrämmande tillgångar	928
Skulder	40
Aktieägarvärdet	7 397
Värde per aktie	306,99
Dagens aktiekurs	225
Kurspotential	36,31 %

Specifikationer för prognosperioden						
		Brutto-	Andelen	Nettoinvest.-	Avskrivningar	Rök som
År	Tillväxttakt	marginal	lån	grad i % av oms.	i % av omsätt.	% av oms.
2006	1,0 %	17,0 %	5,0 %	5,0 %	3,0 %	45 %
2007	1,0 %	15,0 %	10,0 %	5,0 %	3,0 %	40 %
2008	1,0 %	13,0 %	15,0 %	5,0 %	3,0 %	35 %
2009	1,0 %	13,0 %	15,0 %	5,0 %	3,0 %	30 %
2010	1,0 %	13,0 %	20,0 %	5,0 %	3,0 %	30 %
2011	1,0 %	13,0 %	20,0 %	5,0 %	3,0 %	30 %
2012	0,5 %	13,0 %	25,0 %	5,0 %	3,0 %	30 %
2013	0,5 %	13,0 %	25,0 %	5,0 %	3,0 %	30 %
2014	0,5 %	13,0 %	30,0 %	5,0 %	3,0 %	30 %
2015	0,5 %	13,0 %	30,0 %	5,0 %	3,0 %	30 %

Värden för residualperioden	
Tillväxttakt i den stabila perioden	0,5 %
Bruttomarginalen i den stabila perioden	13 %
RÖK som % av omsättnigen i den stabila perioden	30 %
Betavärdet under den stabila perioden	0,12
Andelen lån under den stabila perioden	30 %
Lånekostnaden under den stabila perioden	5 %
AT i % av avskrivningarna i den stabila perioden	100 %

Kapitalkostnaden

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Residual- värdet
Betavärdet	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,16	0,15	0,14	0,13	0,12	0,12
Cost of equity	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %	3,8 %	3,8 %
Andelen equity	95 %	90 %	85 %	85 %	80 %	80 %	75 %	75 %	70 %	70 %	70 %
Efterskatt lån	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %	3,2 %
Andelen lån	5 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	25 %	25 %	30 %	30 %	30 %
Cost of capital	4,0 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %	3,8 %	3,8 %	3,7 %	3,7 %	3,7 %	3,6 %	3,6 %
Kumulativ WACC	1,0396	1,080	1,122	1,166	1,210	1256	1,304	1,352	1,401	1,452	

Kassaflödet

Omsättningen	3 060	3 091	3 122	3 153	3 184	3 216	3 232	3 249	3 265	3 281	3 298
- rörelsekostnad	2 539	2 627	2 716	2 743	2 770	2 798	2 812	2 826	2 840	2 855	2 869
- avskrivningar	92	93	94	95	96	96	97	97	98	98	99
EBIT	429	371	312	315	318	322	323	325	326	328	330
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
EBIT (1-skatt)	309	267	225	227	229	232	233	234	235	236	237
+ avskrivningar	92	93	94	95	96	96	97	97	98	98	99
- Δ i AT	153	155	156	158	159	161	162	162	163	164	99
- Δ i RöK	14	12	11	9	9	10	5	5	5	5	5
= FCFF	234	193	152	155	156	158	163	164	165	166	232

DCF	225	179	135	133	129	126	125	121	118	114
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Bilaga 4

LBO-värdering av Cloetta Fazer AB (Mkr)

Amorteringsplan (i % av principal)													<i>Kvar av</i>
<i>Källa</i>	<i>Summa</i>	<i>Låneränta</i>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	<i>Lån</i>
Eget Kapital	1 747,5	NA											
Senior: A-tranch	1 631,0	4,45 %	8 %	10 %	12 %	15 %	15 %	20 %	20 %	0 %	0 %	0 %	
Senior: B-tranch	815,5	4,95 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	50 %	0 %	0 %	407,7
Senior: C-tranch	815,5	5,45 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	50 %	0 %	407,7
Mezzanin	815,5	6,20 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	50 %	407,7
Låneränta på återstående skuld för residualperioden				4,45 %									

Framtida tillväxt											Efter
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	år 10
Nettoomsättning	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Avskrivningar	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Kapitalutnyttjande	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
RöK: % av net.oms.	45 %	40 %	35 %	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %	30 %
KSV: % av net.oms.	82,97 %	85 %	87 %	87 %	87 %	87 %	87 %	87 %	87 %	87 %	87 %

Generell Information			
Riskenfri ränta	3,4 %	Riskenpremie	3,9 %
Skattesats	28 %	Nuvarande beta	0,19

LBO – FÖRUTSÄTTNINGAR FÖR CLOETTA FAZER

	PRE-LBO	KASSAFLÖDEN FRÅN LBO										Efter
	NU	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	År 10
Nettomsättning	3 024	3 054	3 085	3 115	3 147	3 178	3 210	3 226	3 242	3 258	3 275	3 291
KSV	2 509	2 534	2 622	2 710	2 738	2 765	2 793	2 807	2 821	2 835	2 849	2 863
Avskrivningar	153	157	162	167	172	177	183	188	194	199	205	212
EBIT	362	363	300	238	237	236	235	231	228	224	220	216
- Ränta: A	-16	73	67	60	51	40	29	15	-	-	-	-
- Ränta: B	-	40	40	40	40	40	40	40	40	20	20	18
- Ränta: C	-	44	44	44	44	44	44	44	44	44	22	18
- Mezzanin	-	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	18
Bruttoresultat	378	155	98	43	51	61	70	81	92	109	127	162
- Skatt	106	43	28	12	14	17	20	23	26	30	36	45
Nettoresultat	272	111	71	31	37	44	51	59	66	78	92	116
+ Avskrivning.	153	157	162	167	172	177	183	188	194	199	205	212
CF from Oper.	425	269	233	198	209	221	233	247	260	278	297	328
- Kap. utnyttj.	168	170	172	173	175	177	179	180	180	181	182	183
Δ i RöK	13	14	12	11	9	9	10	5	5	5	5	5
- Amort. A	-	130	163	196	245	245	326	326	-	-	-	-
- Amort. B	-	-	-	-	-	-	-	-	408	-	-	-
- Amort. C	-	-	-	-	-	-	-	-	-	408	-	-
- Amort. Mezz.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	408	-
+ Tillg. Sålda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CF to Equity	243	-45	-114	-182	-221	-210	-281	-264	-333	-316	-298	140
+ Ränta (1-t)	-11	150	146	140	134	126	118	108	98	83	67	39
+ Amortering	-	130	163	196	245	245	326	326	408	408	408	-
CF to Firm	232	235	195	154	158	161	163	170	172	175	177	179
Värde Equity											3 629	
Värde Företag											4 853	

	PRE-LBO	KAPITALSTRUKTUR OCH KOSTNAD AV EQUITY/KAPITAL										Efter År 10
	NU	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Senior: A	398	1 631	1 500	1 337	1 142	897	652	326	-	-	-	-
Senior: B	-	815	815	815	815	815	815	815	815	408	408	408
Senior: B	-	815	815	815	815	815	815	815	815	815	408	408
Mezzanin	-	815	815	815	815	815	815	815	815	815	815	408
Kapital	5 427	1 747	1 859	1 930	1 960	1 997	2 041	2 091	2 150	2 216	2 295	2 386
S/E	7,34 %	233,33 %	212,34 %	196,10 %	183,02 %	167,43 %	151,86 %	132,59 %	113,80 %	91,99 %	71,08 %	51,26 %
S/(S+E+Pfd)	6,83 %	70,00 %	67,98 %	66,23 %	64,67 %	62,61 %	60,30 %	57,01 %	53,23 %	47,91 %	41,55 %	33,89 %
Beta	0,19	0,48	0,45	0,43	0,42	0,40	0,38	0,35	0,33	0,30	0,27	0,25
Kapitalkostnad	4,14 %	5,27 %	5,17 %	5,09 %	5,02 %	4,94 %	4,86 %	4,77 %	4,67 %	4,56 %	4,46 %	4,36 %
Låneränta	4,45 %	5,10 %	5,12 %	5,15 %	5,19 %	5,24 %	5,31 %	5,41 %	5,54 %	5,65 %	5,70 %	4,45 %
WACC	4,07 %	4,15 %	4,16 %	4,17 %	4,19 %	4,21 %	4,24 %	4,27 %	4,31 %	4,33 %	4,31 %	3,97 %

Kum. Kap. kost.	1,053	1,107	1,163	1,222	1,282	1,345	1,409	1,475	1,542	1,611
Kum. WACC	1,042	1,085	1,130	1,178	1,227	1,279	1,334	1,391	1,451	1,514