

## INSIGHTS

# Ägarskifte

## – nu eller senare?

*Det finns en rad orsaker till att ett ägarskifte bedöms vara rätt för såväl bolag som för ägare. Exempel på detta kan vara åldersstrukturen inom ägargruppen eller att ägarna bedömer att en ny ägarkonstellation har bättre förutsättningar att driva och utveckla bolaget framgent. Alternativt att ägarna önskar göra en exit för att frigöra det monetära värdet bolaget har. Oavsett anledning är det bra att enas om med vilket tidsperspektiv man önskar förändra ägarbilden samt vilken värdeförväntan man har på ett kommande ägarskifte.*

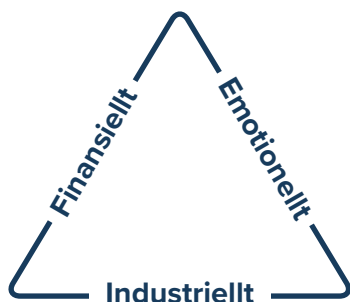
*I det här avsnittet presenterar vi vilka frågor som är väsentliga att resonera om och vad man kan förbereda i den mån ett ägarskifte står på agendan.*

## Ägarskiften bygger på ömsesidighet

När ägarna väl har fattat beslut om att genomföra ett ägarskifte så är kanske det svåraste beslutet taget. För att ägarskiftet ska bli så värdeskapande som möjligt för både bolaget och ägarna behöver man resonera om och enas utifrån följande frågeställningar:

- När ska ett ägarskifte vara genomfört?
- Vilka operationella och finansiella riktvärden ska man uppnå innan man kontaktar marknaden?
- Vad är värdeambitionen för bolaget?
- Vilken typ av ny ägare skulle vara relevant och värdeskapande för bolaget?
- Hur ser operativa ägare på sina roller efter ett ägarskifte?

I grunden handlar det om att två parter, säljare och köpare, ska uppleva tillräckligt hög samsyn och motivation att genomföra en bolagstransaktion utifrån tre perspektiv: industriellt, finansiellt och inte minst emotionellt.



**När säljande och köpande part** upplever hög grad av samsyn kring den industriella logiken och det förvärvsmotiv köparen har, när man är eniga om nivå på köpeskilling och modell för ägarskifte, samt där båda parter upplever en positiv emotionell känsla för varandra finns goda förutsättningar att genomföra en bolagstransaktion.

Den industriella dimensionen handlar om att förstå köparens förvärvsmotiv och vad som driver intresse och attraktivitet i bolaget. Den finansiella dimensionen handlar om vilken värdet förväntan och förvärvs-

modell ägaren upplever positivt. Sist men inte minst den emotionella dimensionen som handlar om värdegrund, förtroende och tillit till en ny ägare.

Målet är att hitta en ny hemmahamn där bolaget under nytt ägarskap kan fortsätta utvecklas positivt. Vidare att bolaget värderas på ett sätt som motiverar ägaren att sälja, samt att en ny ägare upplevs som både professionell och sympatisk och som man verkligen vill ska ta över ägarskap och ansvar för verksamheten.

### Fusion eller integration ställer olika krav

Efter ett ägarskifte är den nya ägaren mån om att en ägar- och ledarskapstransformation sker under kontrollerade former. Om bolaget ska fusioneras in i en ny organisation är utmaningarna fler och större än om bolaget ska integreras i en ny struktur.

### Fusion

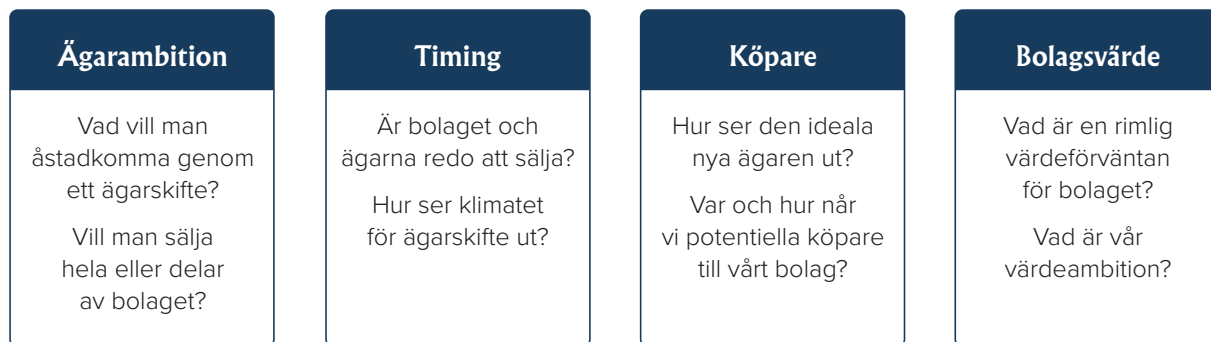
En fusion innebär att existerande kultur, struktur och ledarskap i en eller annan form kommer att förändras och anpassas till ett nytt sammanhang. I detta läge behöver relation och förtroende mellan köparen och operativa ägare, ledare, medarbetare, kunder och leverantörer hanteras varsamt och föras över i en ny kontext. I den mån operativa ägare avser att sluta inom en viss tid ska kunskaper och erfarenheter överföras under kontrollerade former så att inte bolaget dräneras på värdefull kompetens som utgör en del av bolagets strukturkapital.

### Integration

Om bolaget ska integreras i en ny struktur utsätts inte organisationen för samma förändringstryck, ofta fortsätter man på inslagen väg, dock med en ny styrelse och till delar nya mål och rapportstrukturer. En ägare som är i färd med att sälja sitt bolag bör reflektera över vilka konsekvenser en fusion eller integration kan få för organisationen, och vad det är man önskar ska ske efter ett ägarskifte. Inte minst i den mån ett ägarskifte sker med en riskdelning mellan köpare och säljare i form av exempelvis en tilläggsköpskilling eller återinvestering i ett nytt gemensamt ägarbolag.

## Utgångspunkter inför ett ägarskifte

Inför ett ägarskifte finns det ett antal frågor som är viktiga att tillsammans arbeta igenom som ägarkonstellation. Främst handlar det om vilken ambition ägarna har inför ett ägarskifte. Ska bolaget nå en given position, storlek och lönsamhet innan man säljer verksamheten?



### Interna förutsättningar

Hur länge önskar operativa ägare arbeta innan man aktiverar en process för ägarskifte? I den mån operativa ägare önskar trappa ner eller avsluta sitt engagemang i bolaget är det betydelsefullt att minska beroendet av operativa ägare i ledande befattning med syfte att reducera risken för en ny ägare.

Andra viktiga frågor är status kring interna förutsättningar som interneffektivitet, verksamhetsstyrning och rapportering, kvalitet på strukturkapital, IT-plattform och digitaliseringsgrad. Här till är bolagets planer, antaganden och prognoser väsentliga för en köpare.

### Externa förutsättningar

Konjunktur, konkurrenssklimat, konsolidering inom branschen, politiska förtecken och internationellt handelsklimat är förutsättningar som är svåra att påverka.

Ytterligare en fråga är var man hittar den eller de potentiella köpare som man bedömer kommer att ha stort intresse för bolaget och har de bästa förutsättningar att ta över och fortsätta utveckla verksamheten.

Slutligen, hur kommer marknaden att värdera bolaget? Har vi en relevant och rimlig målbild och förväntansnivå på bolagsvärdet?

### Rådgivare

Det är också bra att ta ställning till om man ska anlita en rådgivare tillika transaktionsledare, eller låta operativa ägare, delar av företagsledning och

kanske delar av styrelsen agera i frågan? Vår uppfattning är att det mest värdeskapande är att operativa ägare, företagsledning och styrelse fokuserar på sina operativa och strategiska uppgifter där de med hög sannolikhet skapar störst värde för aktieägarna. Att man därtill anlitar en extern rådgivare och transaktionsledare man känner tillit till och som kan leda och driva processen mot ett önskat resultat.

### Komplex process

Att driva och genomföra ett ägarskifte kräver vissa grundläggande förutsättningar och inte minst specifik kompetens. I grunden består detta av en beprövad, kvalitetssäkrad och resurseffektiv process för att driva alla moment och steg i en ägarskiftesprocess. I den mån man anlitar en extern rådgivare är det viktigt att denne kan visa på god bransch- och verksamhetsförståelse, samt har en klar uppfattning om var potentiella köpare finns, samt inte minst har en väl grundad mening om ett potentiellt bolagsvärde. Ytterligare väsentliga kunskaper är kopplat till finansiell kompetens, kommunikativ förmåga, kreativitet och förhandlingsvana. Sist men inte minst att ha förståelse för processens komplexitet och att det tar tid att driva igenom ett ägarskifte.

Alla processer är unika och det kommer ofta in oväntade frågor och emotionella utmaningar som måste hanteras efter bästa förmåga.

## Vad som driver intresse hos köparna

De grundläggande drivkrafterna vid förvärv av ägarledda bolag är förhållandevis generella – de är applicerbara på de flesta branscher och förvärvssituationer. Här till finns det särskilda faktorer som driver intresse och attraktivitet i specifika branscher. De generiska drivkrafterna vid förvärv av bolag kan delas in i tre huvudsakliga områden: utveckling, risker samt ordning och reda, enligt bilden nedan.

De mest väsentliga faktorerna när potentiella köpare analyserar bolag är enligt vår erfarenhet finansiell utveckling, prognoser och antaganden för tillväxt och lönsamhet, en stabil och väl fungerande ledningsgrupp som inte bara består av operativa ägare. Därtill en växande kundbas med balanserad risk avseende kundberoende och branschspridning. Vidare en väl fungerande verksamhetsstyrning och ekonomisk rapportering som visar på god intern kontroll. Utöver detta väger makroekonomiska faktorer som påverkar branschens underliggande tillväxtpotential tungt vid många förvärv.

Det är också viktigt att tolka och förstå köparens förvärvsmotiv. Vad är det som driver förvärvsintresset för just vårt bolag? Vill köparen komplettera och förstärka sin befintliga verksamhet? Hur bedömer de bolagets utvecklingspotential? Vilka risker ser de och hur kan vi som säljare balansera detta på ett för båda parter attraktivt sätt? Vilka synergier ser den nya ägaren i den mån man verkar i samma bransch alternativt har matchande innehav som finansiell investerare.

Oftast är det en kombination av generella och mer bolagsspecifika faktorer som bestämmer köparens intresse i slutändan. Sedan kan man inte bortse från de rörelser och trender som kännetecknar marknaden vid tiden för det tänkta förvärvet, som ibland kan få en kraftig inverkan på köparnas intresse och betalningsvilja. Det gäller naturligtvis även makrofaktorer och politiska beslut och skeenden som skapar osäkerhet och oro på marknaden och särskilt om de direkt eller indirekt påverkar bolagets förutsättningar för en positiv utveckling.

### 1. Utveckling

Marknadens underliggande tillväxtpotential

Bolagets tillväxtpotential och affärskapacitet

Differentiering och skalbarhet i kunderbjudandet

Kundbasens tillväxtpotential

Intern- och extern-effektivitet

Synergier och rationaliseringspotential

### 2. Risker

Ledningsgrupp och nyckelpersoner

Operativa ägares engagemang och prestation efter skiftet

Affärsmodell utan förutsägbara intäkter

Kundbasstruktur – dominerande kunder eller branschsegment

Legala strukturer utan möjlighet att tolka förutsägbara risker

Kontroll över produktions- och leveransprocesser

### 3. Ordning och reda

Kvalitet på bolagets verksamhetsstyrning, rapportering och internkontroll

Tillgång till och kvalitet på för köparen relevant information

Dokumentation av bolagets processer, riktlinjer och rutiner

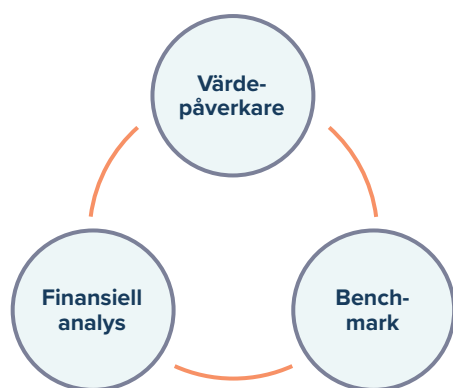
Förutsägbarhet i bolagets avtalsrelationer

IT-plattform och digitaliseringsgrad

## Bolagsvärde – vad är en relevant värdeförväntan?

En bolagsvärdering är och kan aldrig bli en exakt vetenskap då det i slutändan alltid är människor som avgör såväl värdet som om det blir affär eller inte. Det är i många fall subjektiva beslut som är baserade på lämnad och inhämtad information.

Det är således en rad dynamiska faktorer som slutligen avgör bolagets faktiska värde. En strukturerad försäljningsprocess med ett gediget förarbete kan dock i hög grad påverka slutlig köpeskilling.



**Vår modell för bolagsvärdering bygger på tre delar** som sammantaget ger ett indikativt värdeintervall. Grunden utgörs av en finansiell analys som tar hänsyn till historia, nuläge och framför allt framtida prognoser och antaganden. Härtill analyseras värdepåverkande faktorer, interna och externa samt såväl positiva som negativa. Slutligen tar man hänsyn till och jämför benchmark i form av genomförda transaktioner och de förvärvsmultiplar som kan identifieras inom samma eller liknande bransch och bolagsstorlek.

### Finansiell analys

För att nå fram till en relevant värdeförväntan krävs en gedigen analys som beaktar finansiell information, analys av jämförbara transaktioner, en omvärldsanalys som bedömer bolagets position ställt mot marknads-mässiga risker och hot, samt identifiering av bolagets värde drivande faktorer.

Två centrala områden i den finansiella analysen är att komma fram till ett rättvisande resultat, samt att förstå bolagets intäktsströmmar och graden av förutsägbarhet. I ägarledda bolag stöter man ofta på poster

av engångskaraktär samt intäkter och kostnader som inte är helt marknadsmässiga ur ett externt och objektiskt perspektiv. Det kan handla om exempelvis låga – alternativt höga – löner till operativa ägare, utebliven hyreskostnad då fastigheten ägs av ett relaterat bolag, eller kostnader som försvinner när en ny ägare tar över etcetera. Det kan följaktligen finnas skillnader mellan ett bolags rapporterade siffror och det som bäst beskriver den faktiska finansiella prestationen. Vad gäller intäkterna är det väsentligt att förstå bolagets affärsmodell och vilka intäktsströmmar som finns. Detta då intäkter kan värderas olika i värderingssammanhang. En avtalsbaserad intäkt är generellt sett högre värderad än en intäkt som kommit från en engångsorder då den avtalsbaserade intäkten mer sannolikt kommer tillbaka. Även en hög grad av återkommande kunder blir på så vis mer värde drivande.

Även om analys av finansiell historik skapar en viktig grund för värderingen så är ett bolags värde trots allt vanligtvis definierat som värdet av de framtida kassaflöden som ägarna till ett bolag kan tillgodoräkna sig. Därmed blir prognosen för bolaget av central betydelse – det är därför synnerligen viktigt att bolaget tar fram genomarbetade prognoser. Prognosen värderas genom att man diskonterar värdet av de estimerade framtida kassaflödena. Det som bland annat driver värdet i en kassaflödesvärdering är: överblickbara intäkter, en skalbar affärsmodell där kostnader inte behöver öka i samma takt som intäkterna, en effektiv kapitalbindning och låga investeringsbehov.

### Benchmark

Utöver historik och prognos analyseras också jämförbara bolagstransaktioner och noterade bolag i samma bransch som målbolaget – det man ofta refererar till som benchmark. Även om man ytterst sällan kan få en perfekt jämförelse med målbolaget så indikerar denna benchmark hur exempelvis omsättning och resultat värderas av marknaden i given sektor. Att titta på benchmark ger också input till marknadsanalysen för att se vilka motiv och marknadsdrivare som ligger till grund för transaktioner och därmed hur målbolagets egenskaper står sig i sammanhanget.

### Värdepåverkande faktorer

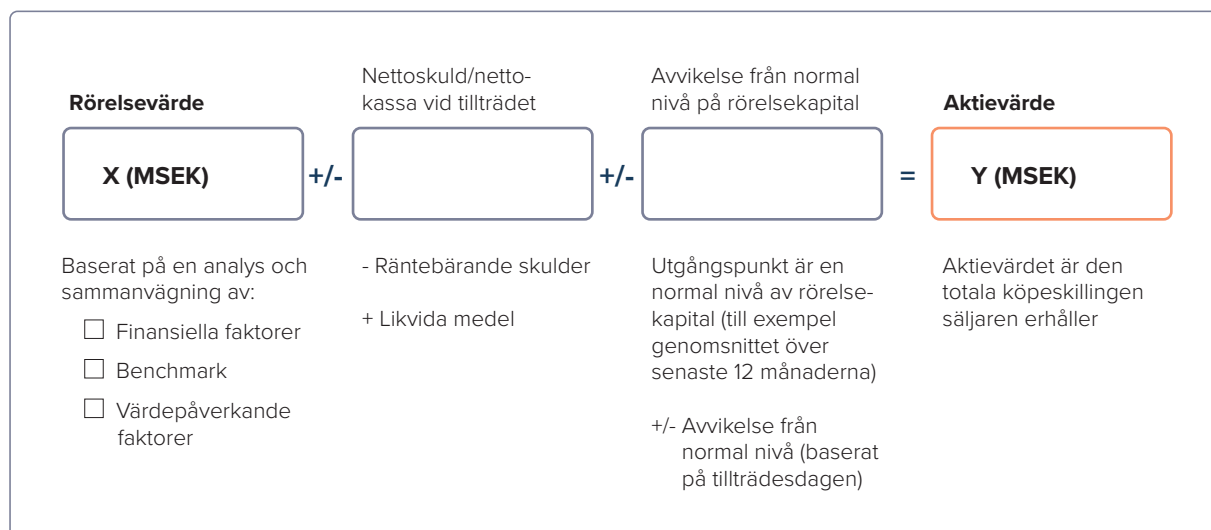
Slutligen bygger en värdering också på bolagets värdepåverkande faktorer, såväl framgångsfaktorer som potentiella risker. Ofta används en SWOT-analys av bolaget som grund utifrån en köparens perspektiv.

Med ovan beskrivna analys kan man slutligen landa i ett värde för rörelsen – det man ofta benämner enterprise value som om det vore kassa- och skuldfritt. Det är ett värde som i första hand bygger på bolagets resultaträkning. För att fastställa bolagets aktievärde (det värde en aktieägare får vid en transaktion) behöver man dock också analysera bolagets balansräkning. Bolag värderas i hög grad på dess framtida kassaflöden snarare än substansvärdeberäkningar. För att beräkna bolagets aktievärde ligger fokus på att identifiera bolagets likvida medel ställt mot räntebärande skulder. Om bolaget har mer skulder än lik-

vida medel (nettoskuld) minskas dessa från rörelsens värde och om bolaget har mindre skulder än likvida medel (nettokassa) adderas detta till rörelsens värde. Slutligen justeras värdet beroende på bolagets rörelsekapitalbindning (lager, kundfordringar med mera i förhållande till kortfristiga skulder).

Ofta bestäms ett snitt på hur mycket rörelsen binder i rörelsekapital som sedan ställs mot det faktiska utfallet av denna kapitalbindning vid tillträdesdagen. Om bolaget binder mer kapital än snittet ökas aktievärdet – och tvärtom. Detta ger sammantaget bolagets aktievärde – se bild nedan.

### Finansiell brygga mellan rörelsevärde (Enterprise value) och aktievärde (Equity value)



## Tidsperspektiv – när vill vi skifta ägande?

Det finns goda skäl att resonera kring tidsperspektivet man har på ett ägarskifte. Finns vilja att sälja bolaget så snart som möjligt, eller är utgångspunkten baserad på nyckelfaktorer och ägarambitionen att ett ägarskifte med ett längre perspektiv är att föredra?

Antingen är man som ägare överens om att man önskar sälja bolaget i närtid, det vill säga inom sex till tolv månader. Eller så är man överens om att sälja bolaget senare, men först när man nått en given position och kanske därmed en uttalad värdeambition. Det kan exempelvis vara att man vill utveckla verksamheten organisatoriskt till en viss nivå, att man vill investera i en ny produktionslinje, att man har etable-

rat sig på flera geografiska områden, att man önskar nå en viss omsättning och lönsamhet, eller när man bedömer det som sannolikt att erhålla en viss värdenivå på bolaget.

I de fall man väljer att sälja bolaget inom sex till tolv månader aktiverar man en given mängd förberedelser enligt processmodellen på sidorna 44-45. I de fall man avser att sälja bolaget med ett längre perspektiv, det vi kallar för ett Långkok, identifierar man de områden där man ofta tillsammans med rådgivare bedömer att det finns betydande möjligheter för värdeskapande inför ett framtida ägarskifte.

## Långkok® – en strategi för framtida ägarskifte

Om ägarkonstellationen är enig om att det bästa för bolaget och dess ägare är att skifta ägande och man inte har bråttom kan ett Långkok vara rätt väg att gå. Ett Långkok är i grunden en ägarstrategi som fokuserar på värdeskapande aktiviteter med syfte att inom ett till fyra år nå en situation där man med hög sannolikhet uppnår den värdeambition ägarna har för bolaget.

Orsaken till att ett Långkok föredras av ägarna kan vara att man som bolag behöver ta några steg till för att nå önskat bolagsvärde eller att bolaget såväl som ägarna behöver förbereda sig än bättre på en ägarförändring.

Ett Långkok handlar om att skapa förutsättningar för att nå en på förhand given värdenivå på bolaget, alternativt att ägarna önskar genomföra ett antal värdeskapande aktiviteter med bolaget innan man

aktiverar ett ägarskifte. Utöver historisk tillväxt och lönsamhet har bolagets planer, prognoser och antaganden stor betydelse för bolagets värdepotential.

Därutöver är det viktigt att det finns en hög kvalitativ nivå på bolaget med avseende på konkurrenskraftigt kunderbudande, professionell företagsledning, effektiv organisation och attraktiv företagskultur.

Vidare är en stabil och utvecklingsbar kundbas på en marknad med god underliggande tillväxtpotential och en hög nivå på strukturkapital av stor betydelse. Därtill en hög intern och extern effektivitet som sammantaget visar på stor sannolikhet att bolagets utvecklingsplan realiserar med en ny ägare vid rodret.

## Checklista inför ett ägarskifte

Ett ägarskifte är en stor händelse för ägarna, för bolaget är det en station mellan två ägarresor. Ägarskiftet är i sig en komplex process med en rad olika frågeställningar och aktiviteter som behöver koordineras och kvalitetssäkras. Ett flertal personer ska samverka och säkerställa att önskat resultat nås och att parterna är nöjda. Här följer en checklista med ett koncentrat av frågor och aktiviteter som kan vara bra att bära med sig inför ett förestående ägarskifte.

### Hur bygger vi ett transaktionsteam?

- Rådgivare – engagera en erfaren rådgivare och transaktionsledare med tydliga uppgifter och befogenheter att leda processen från start till mål.
- Ägare – vilka roller och uppgifter har operativa ägare och ledning under processen?
- Advokat – engagera relevant juridisk expertis för avtalsformulering och deltagande i avtalsförhandlingar.
- Skatterådgivare – anlita en skatterådgivare med erfarenhet av företagsaffärer.

### Hur skapar vi en grund för processen?

- Transaktionsklimat – kartlägg transaktionsklimatet nationellt och internationellt: Vem förvärvar vem, vilka förvärvsmultiplar kan vi identifiera?
- Bolagsvärdering – skapa en värdeambition baserad på identifierade förvärvsmultiplar och finansiell historik, men framför allt på ett genomarbetat prognosunderlag och ett diskonterat kassaflöde.
- Potentiella köpare – kartlägg och identifiera potentiella köpare och analysera deras förväntade intresse och förvärvsmotiv.

### Hur förbereder vi oss inför kontaktfasen?

- Utarbeta informationsmemorandum, presentationsmaterial, budinstruktion med mera.
- Förbered den bolagsgranskning köparen förväntas genomföra inom legala, finansiella och operationella frågor. Härtill kan frågor riktas inom specifika områden beroende på bolagets verksamhet och riskprofil.

### Hur skapar vi intresse hos potentiella köpare?

- Beskriv varför bolaget i fråga bedöms vara en intressant förvärvsmöjlighet. Detta kräver att man förstår intressentens strategi och affärsmodell samt att man härifrån kan beskriva vilka värden bolaget kan tillföra horisontellt eller vertikalt.
- Definiera ett antal highlights som beskriver bolagets styrkor, möjligheter och som visar på bolagets särskiljande drag och konkurrenskraft.

### Hur förhandlar och slutför vi affären?

- I förhandling fokusera på framtida möjligheter och underbyggda prognoser.
- Säkerställ att indikativa icke-bindande bud presenteras utifrån en budinstruktion.
- Jämför bud utifrån nivå på rörelsevärde, förvärvsmodell, industriell logik, vilken strategi köparen har framåt samt den emotionella upplevelsen ni har av köparna.
- Lyssna på vilka faktorer som har stor betydelse för köparen, exempelvis möjliga synergier eller hur länge man önskar att operativa ägare ska vara kvar i bolaget.
- Förbered en finansiell jämförelse mellan rörelsevärde och aktievärde där uträkning av bolagets nettokassa/skuld samt avvikelser från ett normalt rörelsekapital definieras.
- De garantiåtaganden köparen begär ska vara rimliga och relevanta givet den bolagsgranskning köparen genomfört.
- Sök en pragmatisk dialog i avtalsförhandlingen. Båda parter önskar slutföra affären – säkerställ att ni gemensamt söker lösningar på förhandlingsfrågor som är av stor betydelse för båda parter.



## Kontakta oss gärna

Vi på Censor är specialiserade på att hjälpa entreprenörer och bolagsägare med ägarplanering och successionsfrågor med särskild inriktning på ägarskiften.

Sedan 2004 har vi genomfört över 100 bolagstransaktioner av ägarledda företag i en rad olika branscher på en internationell arena.

Vi har kontor i Göteborg, Stockholm och Malmö och en internationell närvaro med 26 kontor i 18 länder genom vår systerorganisation Corporate Finance International.

# CENSOR

**Göteborg • Stockholm • Malmö**

Censor – Mergers & Acquisitions  
Södra Hamngatan 33 • SE-411 14 Göteborg  
+46 (0)31 42 19 20 • [www.censor.se](http://www.censor.se)