

Värddrivare i buyout-investeringar av noterade private equity-bolag

En empirisk studie av 15 svenska buyout-investeringar 1998-2012

Edward Flyborg

21896@student.hhs.se

Emil Holmström

21879@student.hhs.se

Abstract

Sweden is a world leader in listed private equity and ranked fifth in the world in market capitalization. The sector is attracting increasing interest from the investment community. However, the private equity industry in Sweden has historically poor reputation and is criticized for creating value through high leverage, multiple riding and severe cuts. This study analyzes value creation drivers in buyouts from the perspective of the private equity firm using a dataset of 15 realized buyouts by private equity firms listed on NASDAQ OMX Nordic Stockholm. The methodology used separates the value contribution of leverage on the private equity firm's return from internal operational improvements and external variations in transaction multiples. The results of the empirical analysis show that almost half of the private equity firm's return can be attributed to the use of leverage, whereas the remainder is due to EBITDA growth, cumulated FCF generation and multiple expansion. The analysis shows that sales growth through add-on acquisitions, financed by new debt and internal FCF generation, is the main underlying value creation driver. The results provide key insights into the listed private equity business model.

Nyckelord: Private equity, buyout, value creation

Handledare: Henrik Andersson

Framläggning: 29 maj 2012

Innehållsförteckning

1. Inledning	3
2. Struktur.....	4
2.1 Definitioner.....	4
2.2 Studiens syfte och bidrag.....	4
3. Teori	6
3.1 Värdeskapande i buyout-investeringar.....	6
3.2 Internt perspektiv	8
3.2.1 Expertis.....	8
3.2.2 Asymmetrisk information.....	8
3.3 Externt perspektiv	9
3.3.1 Förändring i marknadsvärdering	10
3.3.2 Informationsövertag	10
3.3.3 Optimering av företagets storlek	10
3.4 Belåning	10
4. Metod.....	12
4.1 Datainsamling.....	12
4.2 Metod	14
4.2.1 Steg 1: Identifiering av investeringens värdeskapande	14
4.2.2 Steg 2: Identifiering av belåningseffekt	15
4.2.3 Steg 3: Identifiering av interna och externa värdedrivare	16
4.3 Exempel: Värdeskapande i Anticimex.....	21
5. Resultat och analys.....	27
5.1 Övergripande resultat	27
5.1.2 Jämförelse med tidigare forskningsstudier	29
5.2 Belåningseffekt	31
5.3 Underliggande värdedrivare.....	35
5.3.1 Interna värdedrivare	35
5.3.2 Externa värdedrivare	40
5.3.3 Kombinationseffekt	42
6. Slutsatser.....	44
7. Källförteckning.....	46
8. Figur- och tabellförteckning.....	50
9. Bilagor	51
9.1 Tilläggsinformation om investeringarna	51
9.2 Härledning av belåningseffekt	52

1. Inledning

Sverige ligger i framkant vad det gäller börsnoterade private equity-bolag och placerar sig på femteplats i världen i fråga om samlat börsvärde. Allt fler investerare lockas till de börsnoterade private equity-bolagen och det finns ett växande antal analytiker och fondförvaltare med fokus på sektorn (Svenska riskkapitalföreningen, 2010). Samtidigt har private equity-branschen, som genom portföljbolag står för 8 procent av Sveriges bruttonationalprodukt, aldrig haft ett så dåligt rykte som idag och det existerar en schablonbild i media ”att private equity-bolagen köper bolag billigt, lånar mycket pengar billigt, svälter bolagen, ’klär upp bruden’ inför en försäljning och sedan säljer dyrt” (Ratos AB, 2011, p. 18; Lundell, 2012; Svenska riskkapitalföreningen, 2010).

Av den anledningen finner vi det både högaktuellt och relevant att undersöka vad som driver värdeskapandet på investeringsnivå i noterade private equity-bolag. Är det oförändrade bolag som private equity-bolagen säljer till högre värderingar eller har bolagen blivit större eller mer lönsamma under ägandeperioden? Kan private equity-bolagen skapa värde utan kraftig lånefinansiering?

Det är frågor som den här studien söker svar på. Tidigare forskningsstudier om värdeskapande i private equity-investeringar kommer dessutom nästan uteslutande från USA, Storbritannien och övriga Europa, där private equity-marknaderna är större, och studier om svenska private equity-investeringar har hittills till stor del fokuserat på operationella förändringar i private equity-ägda bolag snarare än vad som driver avkastningen i private equity-bolagens investeringar (Achleitner, et al., 2010; Brigle, et al., 2008; Loos, 2005; Pindur, 2007; Grubb & Jonsson, 2007).

I den här studien identifierar vi värdedrivare i investeringar i buyout-segmentet, d.v.s. private equity exklusive venture capital, genomförda av private equity-bolag noterade på NASDAQ OMX Nordic Stockholm. Resultatet kontrasteras mot den schablonbild av branschens värdeskapande som beskrivs ovan och jämförs med vad tidigare forskningsstudier om värdeskapande i buyout-investeringar kommit fram till.

.

2. Struktur

För att studera hur noterade private equity-bolag skapar värde i buyout-investeringar kommer vi att använda följande struktur. Vi inleder med att diskutera teorier kring värdeskapande på ett övergripande plan i avsnitt 3, som presenterar ett internt och externt på värdeskapande samt effekten av belåning. I avsnitt 4 beskriver vi sedan hur vi separerar värdeskapandet i olika komponenter. Slutligen presenterar vi studiens empiriska resultat och vår analys av vad som har drivit värde i de studerade buyout-investeringarna i avsnitt 5, vilket följs av slutsatser i avsnitt 6.

2.1 Definitioner

En buyout-investering är en majoritetsinvestering i ett moget företag kompletterat med lånefinansiering (SVCA, 2012; Palepu, 1990). Private equity är ett bredare begrepp för investeringar i onoterade företag och inkluderar vid sidan av buyout även venture capital och s.k. affärsängelinvesteringar. Buyout-investeringar är i regel lånefinansierade (*Leveraged Buyouts*), men i den här studien definierar vi buyout som majoritetsinvesteringar i mogna företag, oavsett finansiering. Investeringar kan vidare göras av enskilda private equity-bolag eller av en grupp av investerare.

Som noterade private equity-bolag betraktar vi bolag som benämner sig private equity-bolag samt investmentbolag med merparten av sina investeringar i onoterade bolag. Vidare benämner vi de bolag som förvärvas som buyout-bolag.

I den här studien betraktas värdeskapande ur aktieägarnas perspektiv. Ibland kan hela värdeskapandet utgöras av skillnaden mellan vad bolaget köps respektive säljs för, men ofta ingår även tilläggsinvesteringar och utdelningar under ägandeperioden.

2.2 Studiens syfte och bidrag

Vi studerar värdeskapande i 15 buyout-investeringar genomförda 1998-2012 och identifierar finansiella, operationella och marknadsmässiga effekter i syfte att ge akademiker, analytiker och investerare ökad förståelse för vad som driver värdeskapandet i buyout-investeringar av noterade private equity-bolag.

Från den amerikanska och europeiska private equity-marknaden finns en mängd studier kring värdeskapande på investeringsnivå, medan forskningen på det svenska buyout-området är mer begränsad och till stor del kretsat kring jämförelser av operationell utveckling i private equity-ägda respektive börsnoterade bolag.

Mattsson & Mårild (2006) studerade däremot värdeskapande i svenska buyout-investeringar genomförda 1989-2005 med ett angreppssätt som liknar vårt, men som ändå skiljer sig på några centrala punkter. Vi studerar inte bara skillnader i värdet på aktierna i ett bolag (nedan Equity Value) mellan förvärv och exit, utan fångar hela värdeskapandet genom att också inkludera tilläggsinvesteringar och utdelningar under ägandeperioden. Vi gör också en klar skillnad mellan belåningens hävstångseffekt (*Leverage Effect*) och effekten av skuldreduktion (*Deleverage Effect*), samtidigt som vårt urval om 15 buyout-investeringar möjliggör en bättre förståelse för investeringsspecifika händelser och utvecklingen i de olika buyout-bolagen.

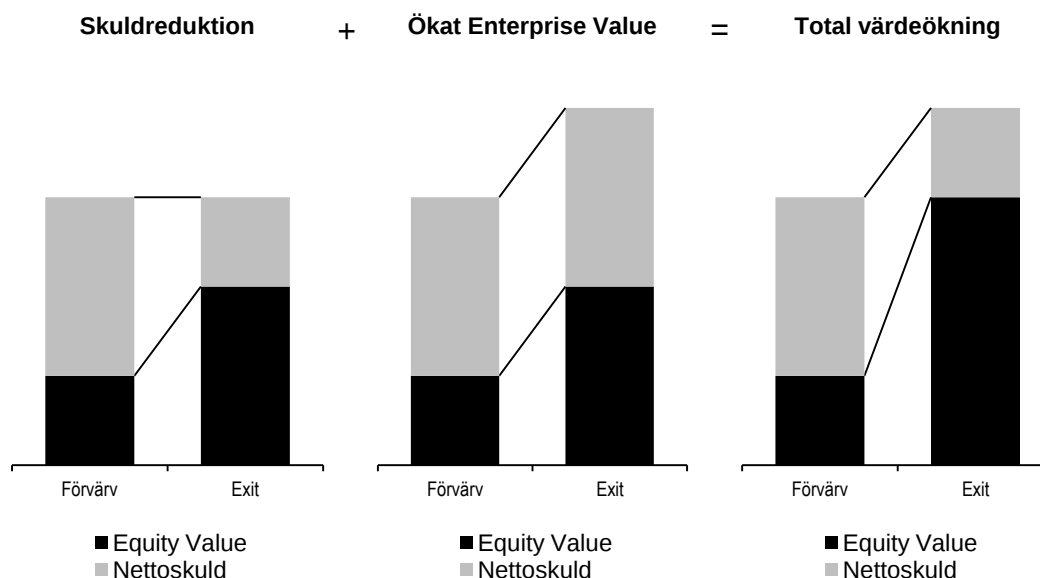
3. Teori

Tidigare forskningsstudier har identifierat en rad mekanismer som skapar värde i buyout-investeringar (Berg & Gottschalg, 2004; Loos, 2005). Vi utgår i den här studien från den modell som härleds teoretiskt av Pindur (2007) och som är en av de vanligaste modellerna för värdeskapande i buyout-investeringar (Achleitner, et al., 2010).

3.1 Värdeskapande i buyout-investeringar

I ett förenklat exempel där en investerare i ett buyout-bolag varken gör tilläggsinvesteringar eller får utdelningar under ägandeperioden kommer hela värdeskapandet ur investerarens perspektiv att fångas av skillnaden mellan Equity Value vid förvärv respektive exit. En sådan skillnad resulterar från en förändring av värdet på företaget (nedan Enterprise Value) och/eller en förändring av företagets nettoskuld. Nedanstående figur illustrerar hur aktierna i ett bolag värderas högre vid exit än vid förvärv genom att buyout-bolaget både minskat sin nettoskuld och ökat i värde.

Figur 1. Värdeskapande i en buyout-investering.

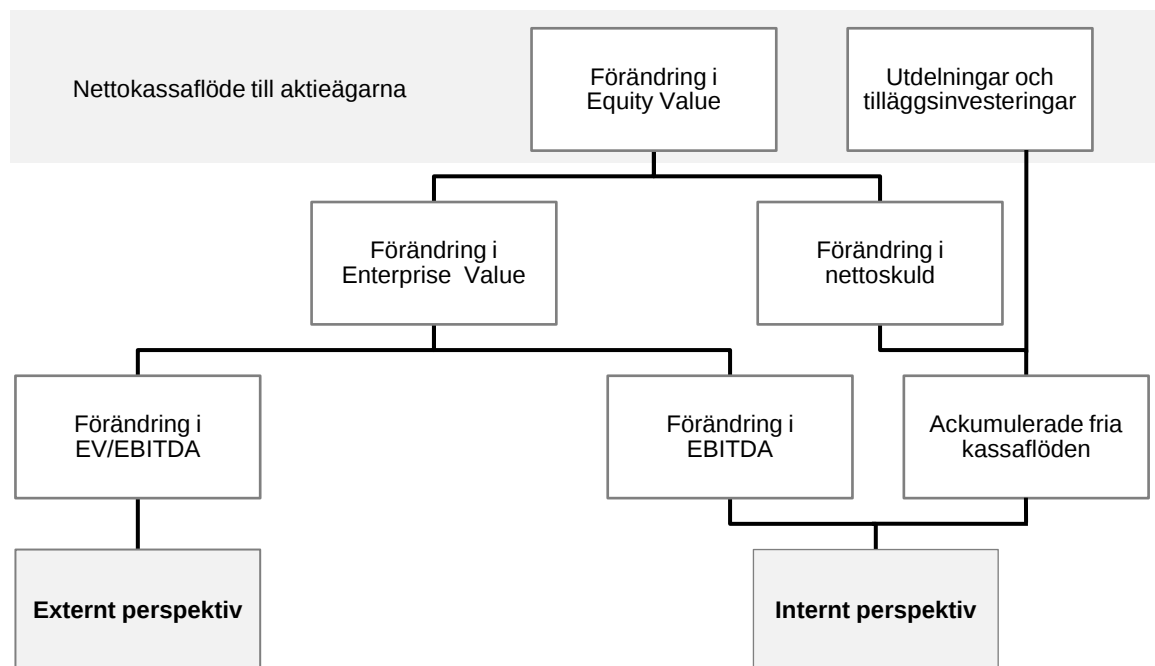


I buyout-transaktioner uttrycks ofta värdet på företaget, Enterprise Value, som en multipel över ett resultat, där den mest förekommande EV/EBITDA-multipeln visar hur många gånger sitt EBITDA-resultat ett företag värderas. Med en sådan utgångspunkt,

och givet en oförändrad nettoskuld, kan ett private equity-bolag skapa värde genom att antingen öka företagets EBITDA eller sälja till en högre EV/EBITDA-multipel än vid förvärv. Nettoskulden påverkas i sin tur av företagets förmåga att generera fria kassaflöden (kassaflödet efter den löpande verksamheten och investeringsverksamheten) och eventuella utdelningar eller tilläggsinvesteringar.

Enligt Pindur (2007) kan värdeskapande i buyout-investeringar indelas i två perspektiv; ett *externt* perspektiv som relaterar till förändringar i transaktionsmultiplar och ett *internt* perspektiv som relaterar till vad som händer i buyout-bolaget, såsom omsättningstillväxt, marginalförbättringar och kapitaleffektivitet, som i sin tur driver tillväxt i EBITDA och genereringen av fria kassaflöden.

Figur 2. Värdeskapande ur det interna och externa perspektivet.



På följande sidor relaterar vi underliggande teorier och forskningsresultat till det interna och externa perspektivet, vilket följs av en diskussion kring belåning och finansiell risk.

3.2 Internt perspektiv

Ur det interna perspektivet kan en investerare skapa värde genom att antingen öka EBITDA-resultatet eller minska nettoskulden, vilket sker genom generering av fria kassaflöden, och därigenom sälja sina aktier i bolaget till ett högre pris.

Både förändring i EBITDA och generering av fria kassaflöden drivs av gemensamma interna faktorer såsom omsättningstillväxt, marginalförbättringar och kapitaleffektivitet. Flera studier visar att det är vanligt att buyout-bolagets strategi fokuseras och att vissa delar av bolaget avyttras direkt efter en investering (Seth & Easterwood, 1993; Wiersema & Liebeskind, 1995), samtidigt som företag ofta inför kostnadsreduktionsprogram (Muscarella & Vetsuypens, 1990). Värde kan skapas om ledningen hanterar rörelsekapital bättre och avstår från dåliga investeringar eller outnyttjade tillgångar. Ökat fokus på kapitalbehov och kapitalanvändning är därför vanligt förekommande efter en investering och flera studier visar signifikant lägre nivåer av rörelsekapital i bolag som ägs av private equity-bolag jämfört med andra ägarformer (Easterwood, et al., 1989; Holthausen & Larcker, 1996; Berg & Gottschalg, 2004).

Nedan presenterar vi de huvudsakliga mekanismerna som driver den här typen av interna förbättringar i buyout-bolag efter en investering.

3.2.1 Expertis

Interaktionen mellan företagsledningen och private equity-bolaget kan bidra till värdeskapandet. Private equity-bolag arbetar närmare företagsledningen än en styrelse i ett börsnoterat bolag och har ofta stora nätverk av branschspecialister som används för att rekrytera kompetenta nyckelpersoner. Nätverken kan också användas för att hitta affärspartners. Private equity-bolag har i regel även bättre finansiella kunskaper kring kapitalstruktur och krediter (Berg & Gottschalg, 2004).

3.2.2 Asymmetrisk information

I relationen mellan företagsledning och ägare existerar en informationsasymmetri där ledningen är mer eller bättre informerad om bolagets situationen än ägarna. Agentteorin, som behandlar förhållandet mellan principal och agent, hävdar att asymmetrisk information hindrar ägaren från att kontrollera om företagsledningen fattar beslut som

ligger i ägarens bästa intresse (Easterwood, et al., 1989). Agentkostnader, som kan handla om såväl övervakning av agenten som förlorad avkastning genom dåliga investeringar, är dessutom som högst i företag som genererar stora kassaflöden, vilka vanligtvis är föremål för buyout-investeringar (Jensen, 1986).

Enligt Jensen (1989a) är private equity-bolag aktiva ägare som övervakar ledningen, sitter i styrelsen, inte räds att byta ledande befattningshavare och ofta är involverade i, eller ibland leder, bolagets strategiska utveckling. De omorganiseringar som vanligtvis observeras efter investeringar minskar asymmetrisk information (Kaplan, 1989). Enligt agentteorin är fast ersättning inte heller det bästa sättet att organisera ett förhållande mellan agent och principal (Jensen & Meckling, 1976). Rörlig ersättning som är relaterad till bolagets resultat gör istället ledningen beroende av sina egna prestationer (Jensen & Ruback, 1983). Agentkostnader kan reduceras ytterligare om ledningen gör egna investeringar i bolaget, vilket sammanför agenten och principalens incitament (Berg & Gottschalg, 2004; Smith, 1990; Jensen & Meckling, 1976). Studier har tydligt visat att ledningsgrupper i private equity-ägda bolag har större aktieinnehav än i andra bolag (Muscarella & Vetsuypens, 1990; Easterwood, et al., 1989).

Hög belåning kan ha en disciplinerande effekt på företagsledningen och minska agentkostnaderna, då räntebetalningar minskar fria kassaflöden i bolaget och genom detta motiverar ledningen att fatta optimala investeringsbeslut och fokusera på generering av kassaflöden (Berg & Gottschalg, 2004; Kaplan, 1989). Det finns dock en risk att hög belåning får företagsledningar att välja investeringar som enbart reducerar risken i företaget (Holthausen & Larcker, 1996).

3.3 Externt perspektiv

Ur det externa perspektivet kan en investerare också skapa värde genom att sälja buyout-bolaget till en högre EBITDA-multipel än det förvärvades för, oberoende av den underliggande utvecklingen i bolaget. En förändrad EBITDA-multipel mellan förvärv och exit innebär att samma resultat värderas högre eller lägre än tidigare. Nedan presenterar vi de huvudsakliga mekanismerna som driver sådana multipelförändringar.

3.3.1 Förändring i marknadsvärdering

Förändringar i transaktionsmultiplar i buyout-investeringar påverkas av konjunkturläge, investerarklimat och branschspecifika värderingar. Det kan också finnas värderingsskillnader mellan onoterade och noterade marknader eller mellan två geografiskt åtskilda marknader. Att utnyttja sådana skillnader kallas ”multiple riding” (Mattsson & Mårild, 2006).

3.3.2 Informationsövertag

En annan typ av informationsövertag är överlägsen marknadsinformation. Private equity-bolag kan ha större kunskap gällande marknadsutveckling, inte minst genom sina utbredda nätverk av branschspecialister. Private equity-bolag kan också ha en överlägsen förmåga att hitta förvärvsobjekt med särskild potential för värdeökning, identifiera rätt transaktionstidpunkter och potentiella köpare, undvika aktionsprocesser av bolag och vara duktiga förhandlare (Berg & Gottschalg, 2004).

3.3.3 Optimering av företagets storlek

Transaktionsmultiplar kan också förändras mellan förvärv och exit genom att bolaget förändrats i storlek eller karaktär. Substansrabatt kan till exempel reduceras genom att avyttra delar av bolaget. Tilläggsinvesteringar är ett annat sätt att öka värderingen om stordriftsfördelar eller bättre marknadsposition kan uppnås (Mattsson & Mårild, 2006).

3.4 Belåning

Miller och Modigliani presenterade redan 1963, i sitt andra teorem, att kapitalstruktur inte påverkar värdet på ett företag i annan utsträckning än genom den skattesköld som räntebetalningar skapar (Modigliani & Miller, 1963). Den här positiva kassaflödeseffekten fångas av det interna perspektivet, som presenteras ovan.

Därutöver har belåning en hävstångseffekt på avkastningen för buyout-bolagets aktieägare. Avkastningen inkluderar således både operationell och finansiell risk (Acharya, et al., 2009). Nedanstående exempel illustrerar hur värdeskapandet i en buyout-investering påverkas av förhållandet mellan graden lånefinansiering och private equity-bolagets investering i eget kapital.

Exemplet visar en investering i ett skuldfritt bolag som går från 1000 Mkr till 2000 Mkr i Enterprise Value mellan förvärv och exit, med oförändrad nettoskuld. Beroende på om private equity-bolaget går in med en eget kapital-insats om 1000 Mkr (alternativ 1) eller 200 Mkr (alternativ 2), där den resterande lånefinansieringen placeras i buyout-bolaget genom ett förvärvsbolag, kommer avkastningen på investeringen i eget kapital att variera mellan 1x och 5x. Exemplet gör ett antagande om att förändringen i Enterprise Value inte påverkas av de olika kapitalstrukturerna.

Tabell 1. Exempel på hävstångseffekt i en buyout-investering

(Mkr)		Alternativ 1	Alternativ 2
<i>Förvärv:</i>	Enterprise Value	1000	1000
	Equity Value	1000	200
	Nettoskuld	-	800
<i>Exit:</i>	Enterprise Value	2000	2000
	Equity Value	2000	1200
	Nettoskuld	-	800
<i>Värdeskapande:</i>	Förändring i Equity Value	1000	1000
	Avkastning på investering i eget kapital	1x	5x

4. Metod

Den metod vi använder för att identifiera värdedrivare i buyout-investeringar baseras på komponenthärledningen av Pindur (2007) och kompletteras med en ytterligare belåningskomponent i linje med Achleitner et al. (2010). Vi inleder avsnittet med att förklara hur vi samlar data, försätter med en detaljerad beskrivning av den metod vi använder för att identifiera värdedrivare och avslutar med att exemplifiera metoden i en specifik buyout-investering.

4.1 Datainsamling

Som tidigare nämnt är syftet med studien att studera hur noterade private equity-bolag skapar värde i buyout-investeringar. Studien är avgränsad till NASDAQ OMX Nordic Stockholm, där vi identifierar ACAP Partners, Bure Equity, MedCap, Novestra och Ratios som noterade private equity-bolag (se definition i avsnitt 2.1). För att identifiera vilka av deras realiserade investeringar som faller inom buyout-segmentet (se definition i avsnitt 2.1) tillämpar vi nedanstående krav på private equity-bolagens investeringar:

- **Enterprise Value ≥ 100 Mkr vid förvärv**
- **Förvärv av $\geq 50\%$ av aktierna genom förvärv** (inkl. medinvesterare)
- **Avyttring av hela innehavet eller en betydande del** (inkl. medinvesterare)

Därtill sorterar vi ut de investeringar som realiserats efter 1999, vilket ger oss ett urval om totalt 25 buyout-investeringar. I 10 buyout-investeringar är fullständiga analyser inte genomförbara till följd av begränsad datatillgång, framförallt på grund av att de initiala investeringarna genomförts för långt bak i tiden eller i utländska bolag. Det resulterar i ett slutligt urval om 15 buyout-investeringar. Urvalet presenteras mer detaljerat nedan.

Tabell 2. Buyout-investeringar i vårt urval.

Buyout-bolag	Private equity-bolag	Medinvesterare	EV (Mkr)	Ägarandel (%)
Anew Learning	Bure Equity		15 ¹	70
Alimak Hek	Ratos	3i	983	100
Anticimex	Ratos		1581	100
Bluegarden	Ratos		303 ²	100
Dahl	Ratos	EQT	3891	100
Dimension	Bure Equity		211	69
Dynal Biotech	Ratos	Nordic Capital	1534	100
Farr/Camfil	Ratos		2490	100
Haglöfs	Ratos	3i	158	100
Hägglund Drives	Ratos	3i	601 ³	100
Lindab	Ratos	Sjätte AP-fonden m.fl.	4571	100
Mölnlycke Health Care	Bure Equity	Nordic Capital m.fl.	1843	100
Parere	Bure Equity		329	100
Retea/Energo	Bure Equity		24 ¹	100
Tornet	Ratos	Lehman Brothers Real Estate Partners	12287	82

Tabell 3. Urvalsbeskrivning.

	Medel	Median	Minimum	Maximum	STDEV
Förvärv			1998	2006	
Exit			2001	2012	
Ägandeperiod (år)	5,94	5,67	2,00	10,53	2,78
Enterprise Value – förvärv (Mkr)	2055	983	15	12287	3159
Enterprise Value – exit (Mkr)	3966	2454	279	11257	3714
Omsättning – förvärv (Mkr)	1817	852	44	10431	2740
Omsättning – exit (Mkr)	2696	1475	209	12488	3386
EBITDA – förvärv (Mkr)	252	125	7	1566	396
EBITDA – exit (Mkr)	367	232	17	1103	341
Skuldsättningsgrad – förvärv	2,14	1,26	0,00	8,78	2,50
Skuldsättningsgrad – exit	1,10	0,72	0,05	5,33	1,33

¹ Anew Learning och Retea/Energo är två buyout-investeringar där den initiala investeringen inte uppfyller ett Enterprise Value om 100 Mkr, men som ändå inkluderas då betydande sammanslagningar tidigt ägde rum i bolagen.

² Enterprise Value för Bluegarden är beräknat efter den refinansiering som sker i samband med förvärvet.

³ Hägglund Drives förvärvades som en del i förvärvet av Arcorus-gruppen för totalt 330 Mkr. Vi använder en fiktiv köpeskilling baserat på Hägglund Drives dåvarande andel av Arcorus-gruppens EBITDA.

4.2 Metod

Enligt den teoretiska referensramen är värdeskapande ett resultat av både interna, operationella effekter och externa förändringar i transaktionsmultiplar. Vi identifierar sådana interna och externa effekter, samt effekten av belåning. Utgångspunkten är den modell som härleds av Pindur (2007) och – till skillnad från övriga analysmodeller – tar hänsyn till kassaflöden till och från aktieägare under hela ägandeperioden, från förvärv till exit. Därtill identifierar vi den del av värdeskapandet som resulterar från den finansiella hävstångseffekt som lånefinansiering medför. Nedan presenterar vi den metod och arbetsgång vi har använt för att identifiera värdedrivare.

4.2.1 Steg 1: Identifiering av investeringens värdeskapande

Det totala värdeskapandet i en buyout-investering kan uttryckas som nettokassaflödet till aktieägarna, *Total Proceeds*, TP . Nettokassaflödet definieras i ekvation (1) som förändringen i Equity Value⁴ mellan förvärv, E_t , och exit, E_T , justerat för eventuella utdelningar⁵, DIV_n , och tilläggsinvesteringar⁶, E_{inj} , under ägandeperioden.

$$(1) \quad TP = E_T - E_t + \sum_{n=t+1}^{T-1} DIV_n - \sum_{n=t+1}^{T-1} E_{inj}$$

För att möjliggöra en analys och jämförelser mellan buyout-investeringar sätter vi nettokassaflödet i proportion till totalt investerat kapital i ett avkastningsmått som kallas Money Multiple, MM .

⁴ **Equity Value** utgörs av köpeskillingen i de fall där ett eller flera private equity-bolag förvärfvar eller avyttrar samtliga aktier och härleds utifrån aktuell värdering i de fall där samtliga aktier inte förvärvas eller avyttras. I beräkningen inkluderar vi enbart aktierelaterade instrument, d.v.s. ej eventuell inlåning från aktieägarna. I de fall där ett separat förvärvsbolag bildas, blir nytt koncernmoderföretag och sedan avyttras vid exit betraktar vi investeringen i eget kapital i förvärvsbolaget som Equity Value, trots att aktierna i buyout-bolaget kan förvärvas för ett högre belopp om lånefinansiering förekommer. Vidare bortser vi från eventuella villkorade tilläggsköpeskillingar.

⁵ **Utdelningar** under ägandeperioden inkluderar utdelningar och lämnade koncernbidrag ur buyout-bolagets perspektiv. Således betraktas inte eventuella amorteringar av eller räntebetalningar för lån från aktieägare som utdelningar. Eftersom vi studerar värdeskapandet med utgångspunkt i samtliga aktieägare sammanfaller utdelningarna nödvändigtvis inte med utdelningarna till private equity-bolaget. Vad det gäller lämnade koncernbidrag är det viktigt att notera att angivelsen i buyout-bolagets kassaflödesanalys inkluderar den positiva skatteeffekten medan koncernbidraget som lämnats till aktieägarna, och vi betraktar som utdelning, är något högre.

⁶ **Tilläggsinvesteringar** under ägandeperioden inkluderar nyemissioner, aktieägartillskott och erhållna koncernbidrag ur buyout-bolagets perspektiv. Således betraktas inte eventuell inlåning från aktieägare som en tilläggsinvestering. Eftersom vi studerar värdeskapandet med utgångspunkt i samtliga aktieägare inkluderar vi samtliga tillskott i företagets eget kapital, som inte nödvändigtvis sammanfaller med tillskotten från private equity-bolaget om det även förekommer andra aktieägare. Vad det gäller erhållna koncernbidrag är det viktigt att notera att angivelsen i buyout-bolagets kassaflödesanalys inkluderar den negativa skatteeffekten medan koncernbidraget som aktieägaren lämnat, och vi betraktar som en tilläggsinvestering, är något högre.

$$(2) \quad MM = \frac{(E_T - E_t + \sum_{n=t+1}^{T-1} DIV_n - \sum_{n=t+1}^{T-1} E_{inj,n})}{(E_t + \sum_{n=t+1}^{T-1} E_{inj,n})}$$

Avkastningsmålet Money Multiple visar ”hur många gånger pengarna” en investering har gett och är ett mått som används i tidigare forskningsstudier av värde drivare i buyoutinvesteringar (Achleitner, et al., 2010; Pindur, 2007). Måttets främsta styrka ligger i att det är lätt att förstå och enkelt att använda, varför det också används frekvent i private equity-branschen trots att det inte tar hänsyn till investeringens risknivå eller kassaflödets tidpunkt, vilket en internränta (IRR) gör (Pindur, 2007; Savén, 2009).

4.2.2 Steg 2: Identifiering av belåningseffekt

För att identifiera den avkastning som hade gällt om företaget varit skuldfritt använder vi nedanstående ekvation⁷, som utgår ifrån avkastningen i det belånade buyout-bolaget, och härleder den skuldfria avkastningen genom att eliminera belåningseffekten (Achleitner, et al., 2010). I den här studien utgår vi ifrån buyoutinvesteringens Money Multiple och räknar ut den skuldfria avkastningen, $MM_{skuldfri}$

$$(4) \quad MM_{skuldfri} = \frac{MM + \left(6,3\% \times \frac{D}{E_i}\right)}{\left(1 + \frac{D}{E_i}\right)}$$

Som låneränta använder vi genomgående 6,3 procent, vilket baseras på den genomsnittliga LIBOR-räntan om 3,29 procent 1999-2012, d.v.s. från tidigaste förvärv till senaste exit i vårt urval av buyout-investeringar, och riskpremien (medianvärde) om 3,00 procent för lånefinansierade buyoutförvärv mellan 1993-2008, enligt resultat från Ivashina & Kovner (2008). Som skuldsättningsgrad använder vi för varje investering det bolagsspecifika medelvärdet av skuldsättningsgraden⁸ från samtliga helårsrapporter under ägandeperioden. På den här punkten skiljer sig uträkningen från studierna genomförda av Acharya et al. (2008) och Achleitner et al. (2010), där medelvärdet av skuldsättningsgraderna vid förvärv och exit används. Det tillvägagångssättet baseras på det faktum att skuldsättningsgraden i regel är linjärt avtagande i buyout-investeringar,

⁷ Se en härledning av belåningseffekten i bilaga 9.2.

⁸ **Skuldsättningsgrad** beräknas som räntebärande skulder, checkräkningskredit, upptagna koncernlån och räntebärande avsättningar i förhållande till bokfört eget kapital. I de fall där buyout-bolaget väljer att inkludera kortfristiga koncernlån i kassaflödet från den löpande verksamheten exkluderar vi dem från beräkningen. Uppgifter hämtas från den första helårsrapporten efter förvärvet, den sista helårsrapporten innan exit och samtliga helårsrapporter där emellan. På detta sätt fångas eventuell förändring i kapitalstrukturen i samband med transaktionerna.

men vi anser att det är mer riktigt att beräkna ett medelvärde av skuldsättningsgraderna för samtliga år eftersom det förekommer att buyout-bolag refinansieras strax innan exit och får en kraftigt ökad skuldsättningsgrad efter en successiv skuldreduktion.

Vidare gör ovanstående ekvation ett antagande om att skatteskolden från räntebetalningarna är osäker då buyout-bolaget inte nödvändigtvis genererar tillräckligt med vinst för att realisera den positiva kassaflödeseffekten som räntekostnaderna medför. Antaget baseras på att buyout-investeringar karaktäriseras av hög belåning. I avsnitt 5.2.1.1. kontrollerar vi känsligheten för det här antagandet.

Skillnaden mellan en buyout-investeringens avkastning, MM , och den framräknade skuldfria avkastningen, $MM_{skuldfri}$, representerar den del av värdeskapandet som resulterar från den finansiella risk som buyout-bolagets lånefinansiering för med sig och benämns i den här studien belåningseffekt (*Leverage Effect*).

$$(5) \quad \text{Belåningseffekt} = MM - MM_{skuldfri}$$

4.2.3 Steg 3: Identifiering av interna och externa värdedrivare

Nästa steg är att identifiera vad som drivit den ”skuldfria” avkastningen, som också är den underliggande drivkraften och en förutsättning för belåningseffekten. Den teoretiska referensramen presenterade interna och externa effekter som värdedrivare till nettokassaflödet till aktieägarna i buyout-bolaget, något som kan härledas från definitionen av nettokassaflödet i ekvation (1) ovan. Eftersom Equity Value, E , kan uttryckas som Enterprise Value⁹, V , minus företagets nettoskuld¹⁰, ND , kan vi skriva om definitionen enligt ekvation (2) nedan. Här har vi också samlat eventuella utdelningar, DIV_n , och tilläggsinvesteringar, E_{inj} , under ägandeperioden i en gemensam term, $\sum_{n=t+1}^{T-1} E_n$, som visar in- och utflöden från företagets egna kapital.

⁹ **Enterprise Value** beräknas som summan av Equity Value och företagets nettoskuld. Eftersom nettoskulden inte beräknas vid de exakta transaktionstillfällena kommer det Enterprise Value som vi härleder att skilja sig något från det Enterprise Value som eventuellt kommuniceras av private equity-bolagen.

¹⁰ **Nettoskulden** beräknas som företagets räntebärande skulder, checkräkningskredit, upptagna koncernlån och räntebärande avsättningar minus likvida medel och kortfristiga placeringar. I de fall där buyout-bolaget väljer att inkludera kortfristiga koncernlån i kassaflödet från den löpande verksamheten exkluderar vi dock dem i beräkningen av nettoskulden. Uppgifter hämtas från den första tillgängliga rapporten efter förvärvet respektive sista tillgängliga rapporten innan exit för att fånga eventuell förändring i kapitalstrukturen. Analysen förlorar delar av ägandeperioden till följd av detta, men samtidigt fångas enbart värdeskapande under private equity-bolagets ägande. I de fall där transaktionen består av flera steg, t.ex. kontantbud, avtalsteckning, godkännande från myndighet och fullföljande av affär betraktar vi fullföljandet av förvärvet som transaktionstidpunkt.

$$(2) \quad TP = (V_T - ND_T) - (V_t - ND_t) + \sum_{n=t+1}^{T-1} E_n$$

I teoriavsnittet introducerade vi EV/EBITDA som en vedertagen multipel som visar hur många gånger sitt EBITDA¹¹ ett företag värderas. I ekvation (3) uttrycker vi Enterprise Value, V , som en transaktionsmultipel, m , över aktuellt EBITDA, C .

$$(3) \quad TP = (m_T C_T - ND_T) - (m_t C_t - ND_t) + \sum_{n=t+1}^{T-1} E_n$$

Vidare kan vi uttrycka förändringen i nettoskuld mellan transaktionstillfällena som $\Delta D_{T-t} = ND_t - ND_T$, förändringen i transaktionsmultipel som $\Delta m_{T-t} = m_T - m_t$ och förändringen i EBITDA som $\Delta C_{T-t} = C_T - C_t$ och skriva om ekvationen ytterligare:

$$(4) \quad TP = m_t \Delta C_{T-t} + \Delta m_{T-t} C_t + \Delta m_{T-t} \Delta C_{T-t} + \Delta D_{T-t} + \sum_{n=t+1}^{T-1} E_n$$

Den första termen visar vilket värde ett förändrat EBITDA-resultat hade genererat, allt annat lika. Den andra termen visar på samma sätt vilket värde en förändrad EV/EBITDA-multipel hade genererat, allt annat lika. Om både transaktionsmultipeln och EBITDA förändras mellan förvärv och exit kommer de två termerna inte att motsvara hela effekten; därför är den tredje termen en kombinationseffekt som fångar den förändring som uppstår till följd av att både EBITDA och EV/EBITDA-multipeln förändrats mellan förvärv och exit. Den fjärde termen visar slutligen vilket värde en skuldreduktion hade genererat, allt annat lika. Den femte termen visar fortfarande utdelningar och tilläggsinvesteringar under ägandeperioden.

Ekvationen kan utvecklas ytterligare genom att samla de två sista termerna, förändringar i nettoskuld och in-/utflöden från eget kapital, till termen ackumulerade fria kassaflöden¹², $\sum_{n=t}^T FCF$. Anledningen är att ackumulerade fria kassaflöden, inklusive eventuella tilläggsinvesteringar, kommer att motsvara summan av utdelningar till aktieägare och förändringen i företagets nettoskuld (värdeskapande genom skuldreduktion, *Deleverage effect*), som påverkas oavsett om banklån amorteras eller likvida medel hålls kvar i, alternativt försvinner ur, buyout-bolaget.

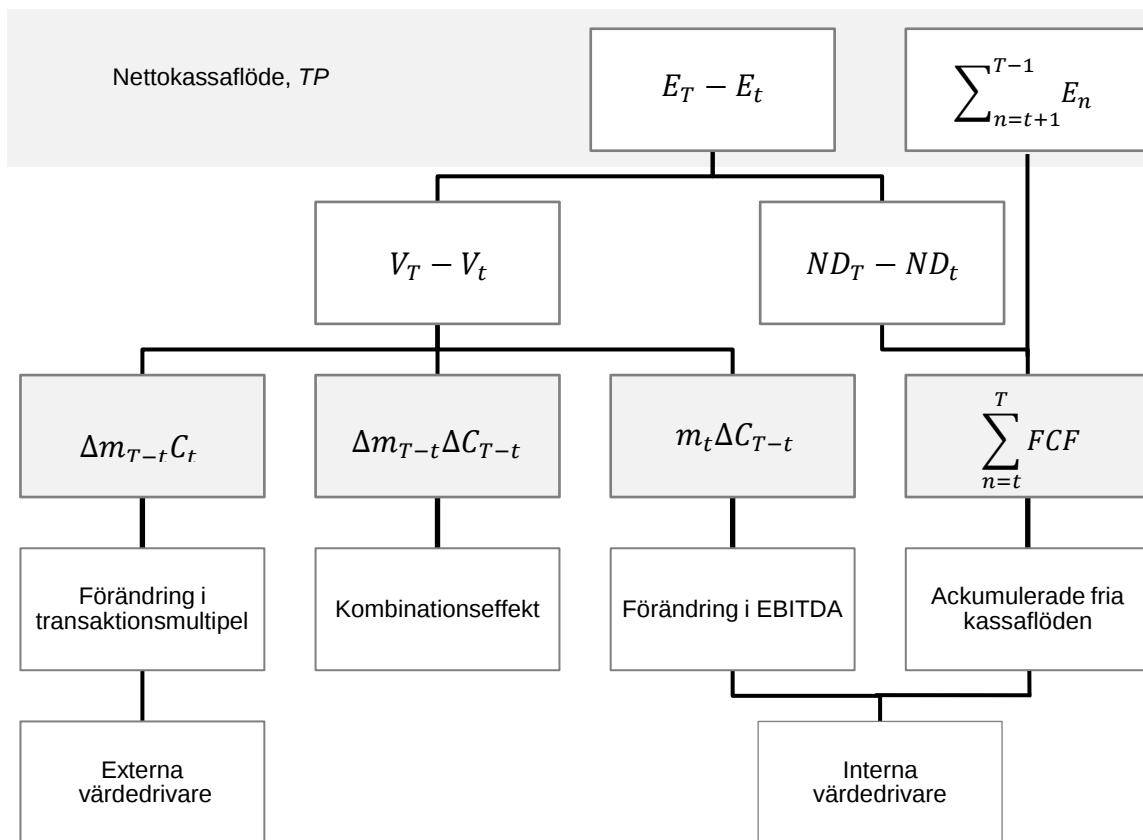
¹¹ **EBITDA** beräknas, i de fall resultatmättet inte anges direkt, som rörelseresultatet före avskrivningar av materiella och immateriella tillgångar. Uppgifter hämtas från den helårsrapport som ligger närmast förvärv respektive exit, oberoende av ägarförhållandena under räkenskapsåret, utgående från transaktionstidpunkten (se fotnot 10).

¹² **Fria kassaflöden** beräknas som kassaflödet efter den löpande verksamheten och investeringsverksamheten, d.v.s. före finansieringsverksamheten, och räknas fram manuellt i de fall buyout-bolaget inte presenterar egna kassaflödesanalyser. Fria kassaflöden beräknas för samtliga år mellan nettoskultsberäkningarna (se fotnot 10).

$$(6) \quad TP = m_t \Delta C_{T-t} + \Delta m_{T-t} C_t + \Delta m_{T-t} \Delta C_{T-t} + \sum_{n=t}^T FCF$$

Ekvation (6) illustrerar hur värdeskapandet, som vi definierar som nettokassaflödet till aktieägarna, kan härledas från förändring i EBITDA, förändringar i EV/EBITDA-multipel, kombinationseffekten av förändringar i både EBITDA och EV/EBITDA-multipel samt ackumulerade fria kassaflöden. De fyra komponenterna kan placeras in i den teoretiska referensramens interna och externa perspektiv enligt nedan.

Figur 3. Ekvation (6) i det interna och externa perspektivet.



Värdedrivarernas relativa betydelse åskådliggörs genom att uttrycka termerna i förhållande till nettokassaflödet i ekvation (6), som ska summera till ett.

$$(7) \quad 1 = \frac{m_t \Delta C_{T-t}}{TP} + \frac{\Delta m_{T-t} C_t}{TP} + \frac{\Delta m_{T-t} \Delta C_{T-t}}{TP} + \frac{\sum_{n=t}^T FCF}{TP}$$

Genom att multiplicera ovanstående kvoter med buyout-investeringens ”skuldfria” avkastning, $MM_{skuldfri}$ synliggör vi de underliggande värdedrivarna som tillsammans

med den finansiella belåningseffekten summerar till buyout-investeringens totala värdeskapande. Nedan följer en närmare beskrivning av värdedrivarna.

- **Förändring i EBITDA**, $\frac{m_t \Delta C_{T-t}}{TP} \times MM_{Skuldfri}$, visar hur mycket en förändring i EBITDA mellan förvärv och exit har bidragit till den skuldfria avkastningen genom att öka Enterprise Value, givet en konstant transaktionsmultipl. Effekten kan fördelas till tre underliggande värdedrivare, vilket presenteras på nästa sida.
- **Förändring i transaktionsmultipl**, $\frac{\Delta m_{T-t} C_t}{TP} \times MM_{Skuldfri}$, visar hur mycket en förändring i multipl mellan förvärv och exit har bidragit till den skuldfria avkastningen genom att öka Enterprise Value, givet ett konstant EBITDA.
- **Kombinationseffekt**, $\frac{\Delta m_{T-t} \Delta C_{T-t}}{TP} \times MM_{Skuldfri}$, visar hur mycket av den skuldfria avkastningen som resulterar från att både EBITDA och transaktionsmultipl förändrats. Utan komponenten skulle till exempel effekten av tillväxt i EBITDA på Enterprise Value underskattas om transaktionsmultipl samtidigt minskar.
- **Ackumulerade fria kassaflöden**, $\frac{\sum_{n=t}^T FCF}{TP} \times MM_{Skuldfri}$, visar hur mycket genereringen av fria kassaflöden och eventuella tilläggsinvesteringar mellan förvärv och exit bidragit till den skuldfria avkastningen, antingen genom skuldreduktion eller utdelningar till aktieägarna. I de fall där en refinansiering inte sker med nyupptagna lån och en efterföljande utdelning, utan istället med ett nytt lånefinansierat bolag som förvärvar buyout-bolaget, är det nödvändigt att göra vissa justeringar. Vi eliminerar då eget kapital-insatsen och effekten på investeringsverksamheten och betraktar istället skillnaden mellan förvärvsköpeskillingen, som kommer aktieägarna tillhanda på samma sätt som en utdelning, och eget kapital-insatsen som en utdelning.

Eftersom ekvation (7) per definition ska summera till ett utgör ekvationen en utmärkt möjlighet att säkerställa att värdedrivarna beräknats korrekt.

Effekten av förändring i EBITDA kan i sin tur indelas i vad som resulterar från förändrad omsättning¹³, R , respektive förändrad EBITDA-marginal, MAR . Ekvation (5) illustrerar de två effekterna, samt kombinationseffekten som uppstår.

$$(5) \quad m_t \Delta C_{T-t} = m_t (MAR_t (R_T - R_t)) + m_t (R_t (MAR_T - MAR_t)) \\ + m_t ((R_T - R_t) (MAR_T - MAR_t))$$

De tre komponenterna presenteras närmare nedan.

- **Förändring i omsättning**, $\frac{m_t (MAR_t (R_T - R_t))}{TP} \times MM_{Skuldfri}$, visar hur mycket en förändring i omsättning mellan förvärv och exit har bidragit till den skuldfria avkastningen genom att öka Enterprise Value, givet en konstant EBITDA-marginal och en konstant transaktionsmultiplikator.
- **Förändring i EBITDA-marginal**, $\frac{m_t (R_t (MAR_T - MAR_t))}{TP} \times MM_{Skuldfri}$, visar hur mycket en förändring i EBITDA-marginal mellan förvärv och exit har bidragit till den skuldfria avkastningen genom att öka Enterprise Value, givet en konstant omsättning och transaktionsmultiplikator.
- **Kombinationseffekt**, $\frac{m_t ((R_T - R_t) (MAR_T - MAR_t))}{TP} \times MM_{Skuldfri}$, visar hur mycket av den skuldfria avkastningen som resulterar från att både omsättning och EBITDA-marginal förändrats mellan förvärv och exit.

¹³ **Omsättning** beräknas exklusive eventuella övriga intäkter. Uppgifter hämtas från den helårsrapport som ligger närmast förvärv respektive exit, oberoende ägarförhållandena under räkenskapsåret, utgående från transaktionstidpunkten som nämnts ovan.

4.3 Exempel: Värdeskapande i Anticimex

För att mer praktiskt illustrera hur vi har gått tillväga för att identifiera värdedrivare presenterar vi en av buyout-investeringarna mer i detalj, nämligen Ratos investering i skadedjursbekämpningsföretaget Anticimex. I uträkningarna som presenteras nedan avrundas samtliga tal, vilket kan leda till mindre avrundningsdifferenser.

4.3.1 Steg 1: Identifiering av totalt värdeskapande

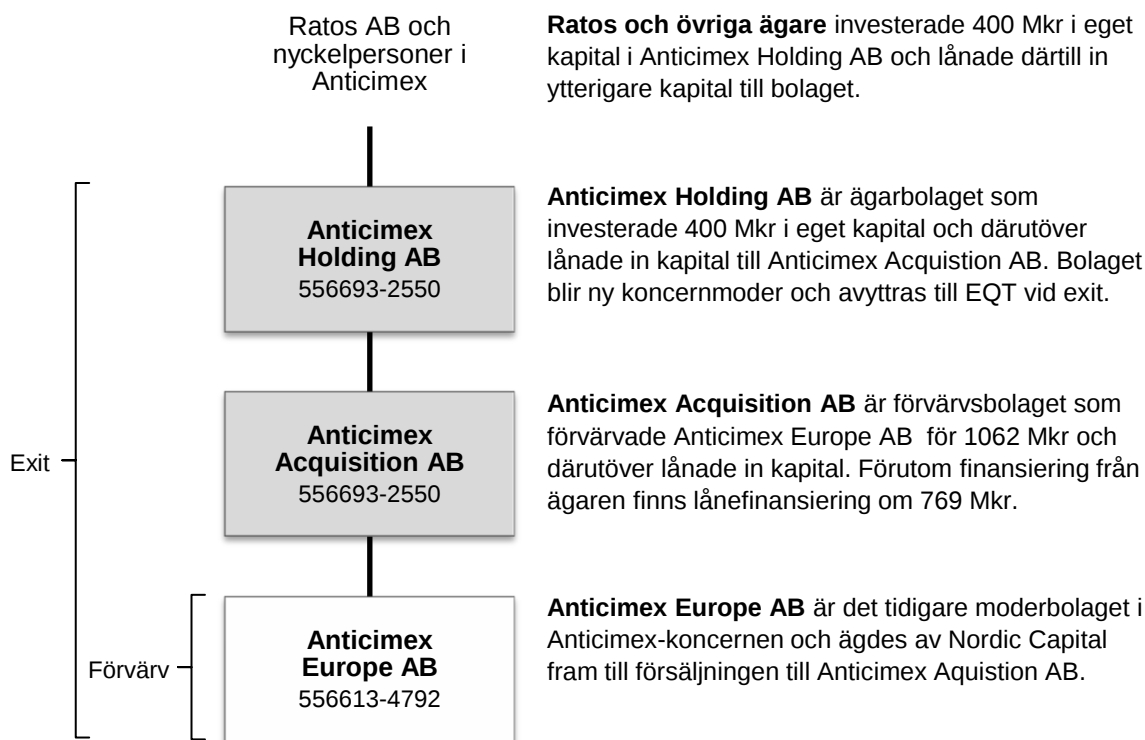
Den 6 december 2005 tecknade Ratos avtal om förvärv av Anticimex, Nordens marknadsledare inom skadedjurskontroll, från Nordic Capital Fond IV för 1648 Mkr. Affären godkändes av berörda myndigheter den 21 februari 2006 och drygt sju år senare, den 2 april 2012, ingick Ratos och övriga ägare i form av ledande befattningshavare avtal om försäljning av samtliga aktier i Anticimex till EQT.

4.3.1.1 *Equity Value vid förvärv och exit*

I förvärvet av Anticimex användes ett nybildat förvärvsbolag, Anticimex Acquisition AB, som förvärvade samtliga aktier i Anticimex Europe AB, moderbolaget i Anticimex-koncernen, för 1062 Mkr och samtidigt lånade in kapital till Anticimex Europe AB (Anticimex Acquisition AB, 2006). Förvärvsbolaget Anticimex Acquisition AB finansierades i sin tur med ett banklån från Nordea om 769 Mkr samt en kombination av investering i eget kapital om 400 Mkr och ytterligare inlåning från Anticimex Holding AB, ett nybildat bolag med Ratos och nyckelpersoner i Anticimex som ägare. Finansiering av det här ägarbolaget bestod i sin tur av en eget kapital-insats om 400 Mkr samt ”lån från närstående” och ”lån från övriga aktieägare och befattningshavare” (Anticimex Holding AB, 2006). Förvärvsstrukturen illustreras i figur 4.

Som Equity Value vid förvärv betraktar vi 400 Mkr, vilket är vad aktieägarna investerat i eget kapital, och som Equity Value vid exit använder vi 1775 Mkr, vilket är vad EQT betalade för aktierna i Anticimex Holding AB. Vi bortser således från den eventuella tilläggsköpeskilling som tillkommer om resultat- och kassaflödesmål för 2012 uppnås. Priset för aktierna i Anticimex Europe AB betraktas inte som Equity Value eftersom det istället är den nybildade, lånefinansierade koncernen som Ratos avyttrar vid exit.

Figur 4. Struktur av förvärvet av Anticimex.



Noterbart är att Ratos inkluderar inlåningen till Anticimex Holding AB när de anger eget kapital i Anticimex samt vilket belopp som de har investerat i bolaget, vilket skiljer sig från hur vi betraktar investeringar i eget kapital.

4.3.1.2 Tilläggsinvesteringar och utdelningar

Under ägandeperioden förekommer inte några tilläggsinvesteringar eller utdelningar förutom en större refinansiering som genomfördes i mars 2011. Refinansieringen omfattade nyupptagna lån, vilket ökade skuldsättningsgraden markant efter en successiv skuldreduktion sedan start, och en efterföljande utdelning om 476 Mkr.

4.3.1.3 Beräkning av nettokassaflöde och Money Multiple

Ovanstående information om Equity Value vid förvärv och exit samt utdelningen i samband med refinansiering möjliggör en enkel uträkning av nettokassaflödet, TP , till Ratos och de övriga aktieägarna samt buyout-investeringens Money Multiple.

$$(1) \quad TP = 1775 - 400 + 476 = 1851$$

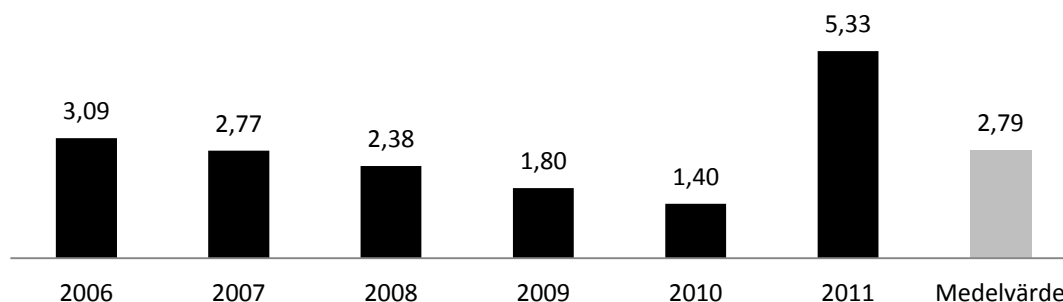
$$(2) \quad MM = \frac{(1775-400+476)}{(400)} = 4,63$$

Uträkningarna, som presenterades i metodavsnittet, visar att investeringen i Anticimex gett aktieägarna 4,63 gånger investerat kapital, eller i absoluta tal 1851 Mkr.

4.3.2 Steg 2: Identifiering av belåningseffekt

Under ägandeperioden har Anticimex, som fick en förändrad kapitalstruktur i den nya, lånefinansierade Anticimex Holding-koncernen, haft en genomsnittlig skuldsättningsgrad om 2,79. Utvecklingen av skuldsättningsgraden i koncernen illustreras nedan, där effekten av refinansieringen i mars 2011 syns tydligt.

Figur 5. Utveckling av skuldsättningsgraden i Anticimex.



Utgående från ekvation (4) som presenterades i metodavsnittet kan vi identifiera buyout-investeringens ”skuldfria” avkastning samt belåningseffekten.

$$(4) \quad MM_{skuldfri} = \frac{4,63 + (6,3\% \times 2,79)}{(1 + 2,79)} = 1,27$$

$$(5) \quad \text{Belåningseffekt} = 4,63 - 1,27 = 3,36$$

4.3.3 Steg 3: Identifiering av interna och externa värdedrivare

För att identifiera de underliggande värdedrivarna krävs information om EBITDA vid förvärv och exit, EV/EBITDA-multipel vid förvärv och exit samt ackumulerade fria kassaflöden under ägandeperioden och eventuella tilläggsinvesteringar.

EBITDA vid förvärv är 142 Mkr och vid exit 234 Mkr.¹⁴ För att beräkna transaktionsmultiplern EV/EBITDA vid förvärv och exit beräknar vi buyout-bolagets Anticimex Enterprise Value genom att summera respektive Equity Value, som identifieras i steg 1, med aktuell nettoskulden. Uträkningen ger oss en EV/EBITDA-multiplikel om 11,1 gånger vid förvärv och 12,5 gånger vid exit.

Under ägandeperioden har Anticimex genererat fria kassaflöden om totalt 593 Mkr. Tilläggsinvesteringar har inte gjorts och påverkar således inte uträkningen.

Tabell 4. Ackumulerade fria kassaflöden.

(Mkr)	Totalt	2007	2008	2009	2010	2011 ¹⁵
Löpande verksamhet		171,96	159,24	218,58	262,55	174
Investeringsverksamhet		-181,80	-32,32	-47,31	-62,70	-69
Fria kassaflöden	593,19	-9,85	126,92	171,27	199,84	105

Nedan beräknas de underliggande interna och externa värde drivarna och deras respektive bidrag till buyout-investeringens skuldfria avkastning.

- **Förändring i EBITDA,** $\frac{11,1 \times (234 - 142,13)}{1851} \times 1,27 = 0,70$
- **Förändring i transaktionsmultiplikel,** $\frac{(12,5 - 11,1) \times 142,13}{1851} \times 1,27 = 0,13$
- **Kombinationseffekt,** $\frac{(12,5 - 11,1) \times (234 - 142,13)}{1851} \times 1,27 = 0,09$
- **Ackumulerade fria kassaflöden,** $\frac{593,19}{1851} \times 1,27 = 0,41$

Nedan fördelar vi den effekt EBITDA-tillväxten har på värdeskapandet till underliggande komponenter, enligt härledning i metodavsnittet.

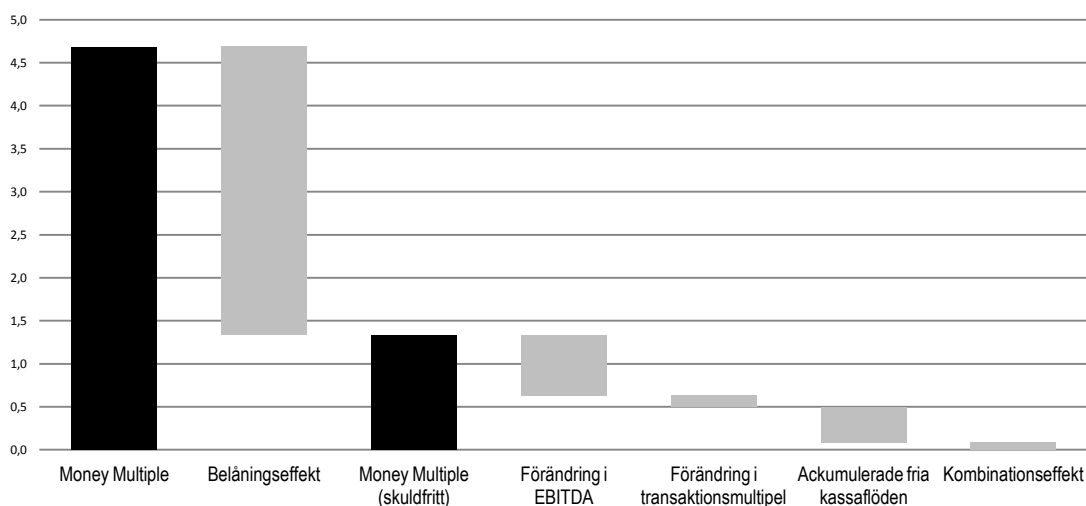
- **Förändring i omsättning,** $\frac{11,1 \times (11,2\% \times (1927 - 1274,20))}{1851} \times 1,27 = 0,56$
- **Förändring i EBITDA-marginal,** $\frac{11,1 \times (1274,20 \times (12,1\% - 11,2\%))}{1851} \times 1,27 = 0,10$
- **Kombinationseffekt,** $\frac{11,1 \times ((1927 - 1274,20) \times (12,1\% - 11,2\%))}{1851} \times 1,27 = 0,05$

¹⁴ Till följd av att Anticimex Holding AB i skrivande stund inte lämnat in bolagets årsredovisning för 2011 använder vi uppgifter från Ratios. Av den anledningen anges uppgifter för 2011 i miljontal istället för tusental.

4.3.4 Sammanställning och analys

Nedanstående diagram illustrerar det totala värdeskapandet, belåningseffekten samt de interna och externa värdedrivarna som beräknas ovan.

Figur 6. Värdedrivare i buyout-investeringen i Anticimex.



4.3.4.1 Belåningseffekt

Förvärvet av aktierna Anticimex Europe AB uppgick till över en miljard kronor, men investeringen i eget kapital från Ratos och nyckelpersoner i Anticimex uppgick till 400 Mkr. Den lånefinansierade karaktären och den höga skuldsättningsgrad på 2,7 gånger, har gett en kraftig hävstång, vilket belåningseffekten i figur 8 tydligt illustrerar, till den underliggande, positiva utvecklingen i bolaget.

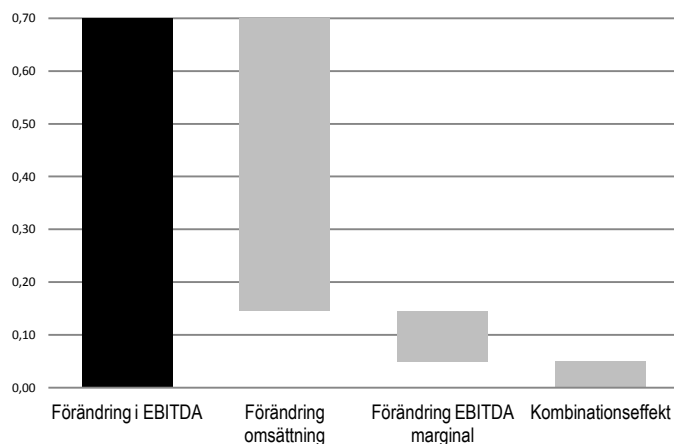
4.3.4.2 Underliggande värdedrivare

EBITDA-tillväxt har varit den främsta underliggande drivkraften bakom Ratos framgångsrika investering i Anticimex, tätt följt av ackumulerade fria kassaflöden. Resultatet ges stöd i det pressmeddelande Ratos distribuerade i samband med försäljningen, där VD Arne Karlsson förklarar att ”*genom stabila kassaflöden och god omsättningstillökning har Anticimex varit en mycket lyckad investering för Ratos*”.

En närmare analys av förändringen i EBITDA bevisar att det är omsättningstillväxt som har varit den huvudsakliga drivkraften bakom EBITDA-tillväxten, där tilläggsförvärvet

av det finländska besiktningföretaget Raksystems, med omsättning på knappt hundra miljoner, har varit en bidragande faktor.

Figur 7. Fördelning av effekten av EBITDA-tillväxt.



Vi noterar att förvärvet i Finland finansierats av internt genererade kassaflöden, då Ratos inte gjort några tilläggsinvesteringar i Anticimex. Således har ackumulerade fria kassaflöden, som redan illustreras som en viktig värde drivare i figur 6, även bidragit till tillväxten i EBITDA.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att den finansiella karaktären av Ratos investering i Anticimex, som skedde genom ett lånafinansierat förvärvsbolag, står för en betydande del av investeringens värdeskapande. Däremot är det uteslutande interna, operationella effekter som drivit det underliggande värdeskapandet, eftersom förändring i transaktionsmultiplik mellan förvärv och exit är obetydlig. EBITDA-tillväxt har ökat värdet på Anticimex och kassaflödesgenerering har möjliggjort en betydande utdelning.

5. Resultat och analys

I den här delen presenterar och analyserar vi studiens empiriska resultat. I avsnitt 5.1 presenterar vi det övergripande resultatet av värdedrivare i de 15 buyout-investeringar som ingår i studien och gör jämförelser med resultat från tidigare forskningsstudier. Därefter studerar vi värdeskapandet mer i detalj genom att separat undersöka hävstångseffekten från buyout-bolagens belåning i avsnitt 5.2 och de underliggande värdedrivarna i avsnitt 5.3, där vi identifierar interna, operativa förändringar i buyout-bolagen respektive externa förändringar i transaktionsmultiplar.

5.1 Övergripande resultat

I genomsnitt har de 15 buyout-investeringarna genererat en Money Multiple om 4,34, vilket innebär att investeringarna har gett tillbaka 4,34 kronor utöver varje investerad krona under ägandeperioden om 5,9 år.¹⁵ Nedanstående tabell sammanställer studiens övergripande resultat; bidraget från belåningseffekten, investeringens skuldfria avkastning och de underliggande, interna och externa värdedrivarna.

Tabell 5. Övergripande resultat.

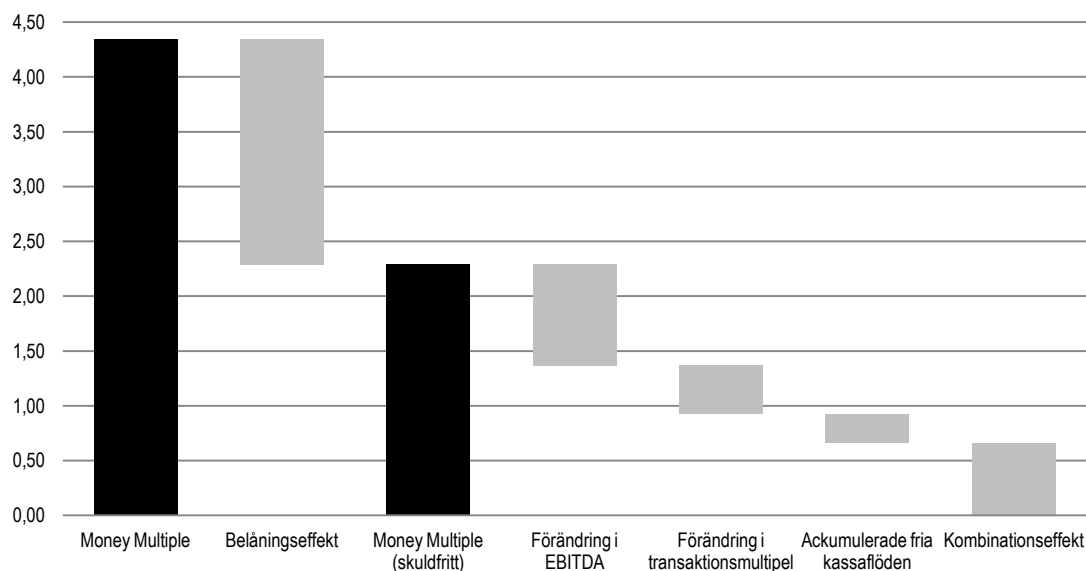
	Medel	Median	Minimum	Maximum	STDEV
Money Multiple	4,34	3,51	0,19	11,52	3,42
Belåningseffekt	2,05	1,59	0,07	4,96	1,69
Money Multiple (skuldfritt)	2,29	1,60	0,12	6,56	2,12
Förändring i EBITDA	0,92	0,73	-0,53	2,99	0,93
Förändring i transaktionsmultipl	0,44	0,31	-0,33	1,33	0,49
Ackumulerade fria kassaflöden	0,26	0,18	-0,27	0,91	0,31
Kombinationseffekt	0,66	0,14	-0,62	3,06	1,11

Studiens empiriska resultat visar att knappt hälften av värdeskapandet kan betraktas som en hävstångseffekt av den lånefinansierade karaktären i buyout-investeringarna. Vidare är det EBITDA-tillväxt som är den huvudsakliga underliggande värdedrivaren, följt av den kombinerade effekten av parallella förändringar i både EBITDA och transaktionsmultipl. Därefter följer förändring i transaktionsmultipl och ackumulerade fria kassaflöden. Trots att kombinationseffekten inte med säkerhet kan fördelas mellan

¹⁵ Medelvärdena är likaviktade.

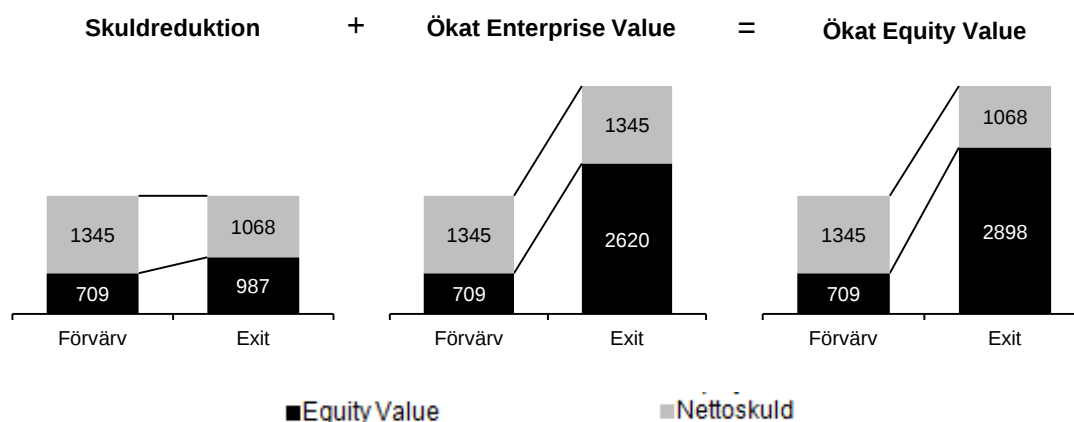
EBITDA-tillväxt och multipelexpansionen, framstår interna, operativa förändringar som mer betydande än den externa multipeleffekten.

Figur 8. Övergripande resultat.



Av de 15 buyout-bolagen har 10 bolag gjort utdelningar under ägandeperioden. I övrigt har värdeskapandet realiserats i samband med exit genom en genomsnittlig ökning av Equity Value med 2189 Mkr, vilket resulterar från skuldreduktion om 277 Mkr i kombination med en ökning av Enterprise Value med 1912 Mkr.

Figur 9. Illustration av värdedrivare i hela urvalet.



5.1.1.1 *Felmarginal*

I ekvation (7) beskriver vi den relativa betydelsen av de fyra värdedrivarna förändring i EBITDA, förändring i transaktionsmultipl, kombinationseffekt och ackumulerade fria kassaflöden genom att sätta deras bidrag till aktieägarnas nettokassaflöde i relation till investeringens totala nettokassaflöde. Eftersom ekvationen per definition ska summera till 1,00 kan vi enkelt kontrollera uträkningarnas tillförlitlighet. För vårt urval finns en avvikelse om 2,7 procent¹⁶, troligen som ett resultat från beräkningen av ackumulerade fria kassaflöden och något avrundade angivelser av köpeskillingar.

5.1.2 **Jämförelse med tidigare forskningsstudier**

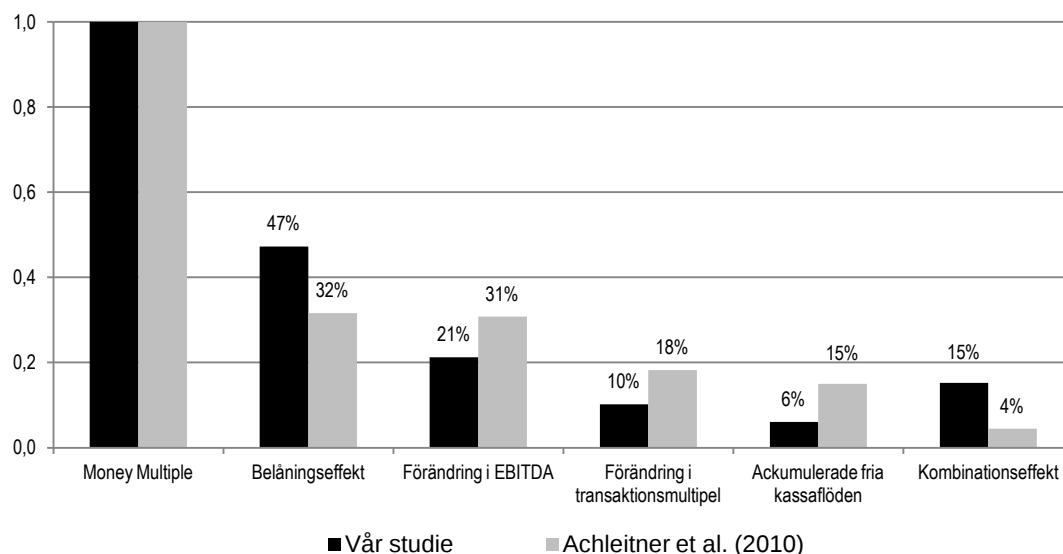
Vår studie omfattar 15 buyout-investeringar genomförda av noterade private equity-bolag, med fokus på Ratos och Bure, och kan inte säkerställas statistiskt och generaliseras för buyout-investeringar generellt. Däremot är det ändå av intresse att jämföra hur de studerade buyout-investeringarna skapat värde i förhållande till buyout-investeringar generellt, både i Sverige och internationellt.

Eftersom 8 av de 15 investeringarna genomförs tillsammans med andra private equity-bolag, däribland 3i, Nordic Capital, EQT och Lehman Brothers Real Estate Partners, är urvalet heller inte helt separerat från den onoterade sfären av private equity-branschen. Den här studiens resultat är direkt jämförbart med Pindur (2007) och Achleitner et al. (2010), vilka fungerat som utgångspunkt för vår metod.

Achleitner et al. (2010) studerar 206 buyout-investeringar i vad som är en av den mest omfattande studien av värdedrivare i buyout-investeringar (Katharina Lichtner, 2009). Urvalet omfattar europeiska buyout-investeringar 1997-2005 som genomförts av 27 private equity-bolag i 20 olika länder, främst i Storbritannien (44 procent av investeringarna), Frankrike (17 procent), Sverige (10 procent) och Tyskland (6 procent). Jämfört med våra resultat uppvisar studien en lägre Money Multiple (3,47 jämfört med 4,34) och kortare genomsnittlig ägandeperiod (3,6 jämfört med 5,9 år), vilket dock inte hindrar nedanstående jämförelse av relativa värdedrivare i buyout-investeringarna.

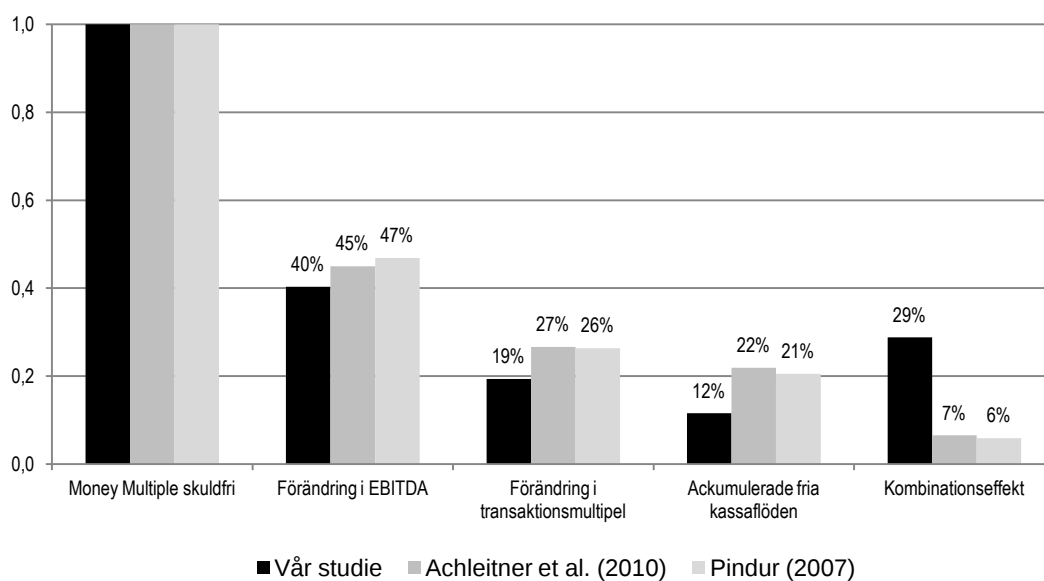
¹⁶ Likaviktat medelvärde.

Figur 10. Resultatjämförelse med Achleitner et al. (2010).



Vi kan konstatera att belåning har spelat större roll för de 15 buyout-investeringar som vi studerat jämfört med Achleitner et al. (2010). Eftersom skillnaden i belåningseffekt inverkar på storleken av bidraget från de underliggande värdedrivarna krävs en separat jämförelse av deras relativa betydelse för den skuldfria avkastningen. I nedanstående figur inkluderar vi också resultatet från Pindur (2007), som studerar 42 europeiska investeringar 1993-2004. Pindur identifierar ingen separat belåningseffekt, vilket dock inte hindrar en jämförelse av de fyra värdedrivarnas betydelse.

Figur 11. Jämförelse av värdedrivare med Achleitner et al (2010) och Pindur (2007).



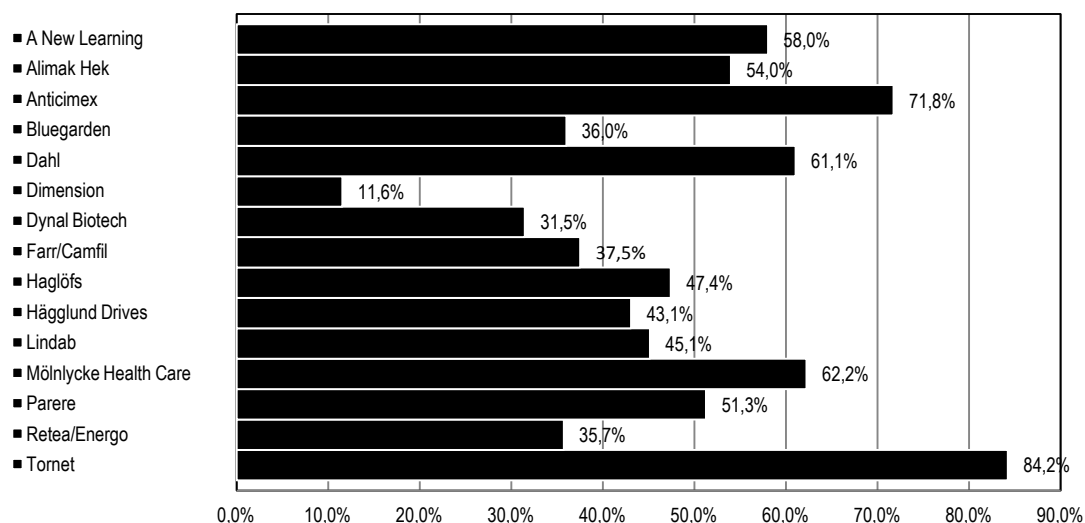
Gemensamt för samtliga studier är att EBITDA-tillväxt är den huvudsakliga, underliggande värdedrivaren. Effekten av förändringen i transaktionsmultipel och ackumulerade fria kassaflöden är märkbart lägre i vår studie, medan kombinationseffekten av förändringar i både EBITDA och transaktionsmultipel utmärker sig kraftigt med ett omkring fyra gånger så stort bidrag jämfört med både Pindur (2007) och Achleitner et al. (2010), något som undersöks närmare i avsnitt 5.3.3. Märkbart är också att Achleitner et al. identifierar en stor heterogenitet i urvalet i fråga om hur värde skapas i buyout-investeringarna.

Vad det gäller den svenska buyoutmarknaden studerar Mattson och Mårild (2006) värdedrivare i investeringar genomförda 1989-2005, men med ett något annorlunda angreppssätt. Utgående från den referensram som utvecklats av Berg och Gottschalg (2004) undersöker de förändringar i Equity Value mellan förvärv och exit, exklusive eventuella tilläggsinvesteringar och utdelningar. Studien omfattar totalt 72 investeringar med en genomsnittlig Money Multiple om 4,95 och finner att värdeskapandet till 41 procent resulterar från interna förändringar, 5 procent från värderingsförändringar och 55 procent från skuldreduktion och belåning. EBITDA-tillväxt identifieras även i den här studien som den huvudsakliga värdedrivaren (Mattsson & Mårild, 2006).

5.2 Belåningseffekt

Det empiriska resultatet visar att enbart belåningen i buyout-bolagen i genomsnitt har gett investerarna 2,05 kronor utöver varje investerad krona, vilket representerar 47,2 procent av det totala värdeskapandet. Belåningseffekten, som drivs av kapitalstrukturen i buyout-bolagen och ger en hävstång till både positiva och negativa utvecklingar, har bidragit på nedanstående sätt till de enskilda investeringarnas avkastning.

Figur 12. Bidrag från belåningseffekten till Money Multiple.

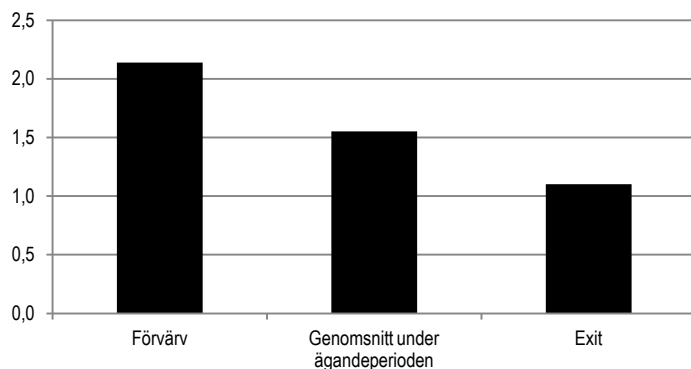


I figuren utmärker sig Tornet, som är en investering i ett fastighetsbolag som i regel karaktäriseras av högre belåning. Med en genomsnittlig skuldsättningsgrad på 7,58 gånger består värdeskapandet i Tornet till 84,2 procent av en belåningseffekt. Även Anticimex, som vi presenterar i avsnitt 4.1, utmärker sig med stor belåningseffekt. Vi kan konstatera att belåningseffekterna i samtliga investeringar är positiva, vilket resulterar från att alla investeringar skapat värde och genererat en positiv avkastning. Det ger fortsatt stöd åt teorierna om att private equity-bolag har en förmåga att hitta rätt förvärvsobjekt med potential för värdeökning (Berg & Gottschalg, 2004).

Belåningseffekten representerar en betydande del av investerarnas avkastning, men lånefinansierade kapitalstrukturer förekommer även i bolag som inte ägs av private equity-bolag. Däremot tenderar private equity-ägda bolag att ha en högre skuldsättningsgrad än till exempel jämförbara noterade bolag (Ernst & Young, 2010).

Vidare visar det empiriska resultatet att skuldsättningsgraden och den finansiella risken i buyoutbolagen är avtagande under ägandeperioden, vilket illustreras nedan. Den värdeskapande effekten av skuldreduktion, som ökar bolagets Equity Value, fångas av det interna perspektivet och komponenten ackumulerade fria kassaflöden.

Figur 13. Utveckling av skuldsättningsgrad.¹⁷



Vad det gäller den schablonmässiga bilden av private equity-branschens beroende av belåning kan vi konstatera att lånefinansiering spelar en viktig roll i private equity-bolagens avkastning. Däremot är belåningseffekten, som namnet antyder, en finansiell effekt; belåningen skapar inte värde på egen hand, utan förutsätter ett underliggande värdeskapandet i buyoutbolaget – vilket undersöks i avsnitt 5.3.

5.2.1.1 **Känslighetsanalys**

Beräkningen av belåningseffekten inkluderar ett antal antaganden, nämligen om låneränta och skattesköldens säkerhet, samt skattesatsen i de fall skatteskölden inkluderas i beräkningen. Nedan följer en känslighetsanalys för nämnda antaganden.

Den låneränta vi använder i ekvation (4) är 6,3 procent, baserat på genomsnittliga LIBOR-ränta mellan första förvärv och sista exit i urvalet samt en riskpremie för lånefinansierade buyoutinvesteringar (se avsnitt 4.2.2.). En låneränta om 3,1 procent respektive 9,4 procent påverkar belåningseffekten med 0,8 procent. Således visar känslighetsanalysen, som presenteras närmare i tabell 6 på näst sida, att låneräntan inte påverkar belåningseffekten i större utsträckning.

¹⁷ Likaviktade medelvärden. Den genomsnittliga skuldsättningsgraden är uträknad baserad på skuldsättningsgraden vid varje helårsrapport under ägandeperioden för samtliga buyout-bolag.

Tabell 6. Känslighetsanalys låneränta.

Känslighetsanalys - belåningseffekt	Ränta		
	3,1 %	6,3 %	9,4 %
Belåningseffekt (medelvärde)	2,07	2,05	2,03
Belåningseffekt (median)	1,60	1,59	1,57
Ökning/minskning (%)	0,8 %	1,00	-0,8 %

Det antagande vi gör om skatteskölden är att den är osäker till följd av att buyout-investeringarna karaktäriseras av hög belåning. Känsligheten för det här antagandet, som också görs av Achleitner et al. (2010), testas genom att inkludera en skattesköld i ekvation (4), se härledning av belåningseffekten i bilaga 9.2. Skattesatsen som används är 30 procent. Känslighetsanalysen visar en betydande minskning av belåningseffekten med 16,2 procent när vi gör ett antagande om en säker skattesköld, vilket antar den positiva kassaflödeseffekt som räntebetalningar ger när buyout-bolagen gör vinster och således reducerar den finansiella risken. Med tanke på att samtliga buyoutinvesteringar i studiens urval skapar värde och ger en positiv avkastning är det inte otroligt att den storlek på belåningseffekten vi identifierar indikerar en för hög finansiell risk.

Tabell 7. Känslighetsanalys skattesköld.

Känslighetsanalys - belåningseffekt	Säker skattesköld	Osäker skattesköld
Belåningseffekt (medelvärde)	1,72	2,05
Belåningseffekt (median)	1,29	1,59
Ökning/minskning (%)	-16,2 %	1,00

Ovanstående känslighetsanalys av antagandet om en säker skattesköld inkluderar i sin tur ett antagande om en skattesats på 30 procent. När vi i nedanstående tabell testar för skattesatserna 20 procent och 40 procent noterar vi att belåningseffekten påverkas med 7,2 procent respektive 8,1 procent, d.v.s. en inte alltför obetydande förändring.

Tabell 8. Känslighetsanalys skattesats.

Känslighetsanalys - belåningseffekt	Skattesats		
	20 %	30 %	40 %
Belåningseffekt (medelvärde)	1,84	1,72	1,58
Belåningseffekt (median)	1,40	1,29	1,17
Ökning/minskning (%)	7,2 %	1,00	-8,1 %

Sammantaget har låneräntan ingen större effekt på belåningseffekten, medan ett antagande om en säker skattesköld märkbart reducerar den finansiella risken och belåningseffektens bidrag till buyout-investeringarnas värdeskapande. I ett sådant antagande spelar också skattesatsen en noterbar roll. Känslighetsanalysen indikerar att den belåningseffekt och finansiella risk vi identifierar inte är underskattad.

5.3 Underliggande värdedrivare

I den här delen presenterar och analyserar vi investeringens underliggande värdedrivare inom ramen för den teoretiska referensramens interna och externa perspektiv – förändring i EBITDA, förändring i transaktionsmultipl, ackumulerade fria kassaflöden och kombinationseffekten som fångar förändringar i både EBITDA och multipl.

Följande avsnitt inkluderar investeringsspecifika jämförelser som studerar hur de fyra värdedrivarna bidragit till respektive buyout-investeringens avkastning exklusive belåningseffekt, d.v.s. den ”skuldfria” avkastningen. Ett annat alternativ hade varit att studera värdedrivarnas bidrag utan hänsyn till investeringens avkastning, vilket hade illustrerat vilket värde till exempel en förändring i EBITDA hade skapat, allt annat lika. Våra jämförelser fångar istället vad som drivit värdeskapandet i de specifika buyout-investeringarna och möjliggör jämförelser mellan de olika buyout-investeringarna.

5.3.1 Interna värdedrivare

Det empiriska resultatet visar att förändringar i EBITDA mellan förvärv och exit i genomsnitt har gett investerarna 0,92 kronor utöver varje investerad krona och att ackumulerade fria kassaflöden under ägandeperioden i genomsnitt gett 0,26 kronor. De båda komponenterna, som sammantaget står för 51,9 procent av det underliggande värdeskapandet exklusive kombinationseffekten, drivs båda av interna förbättringar

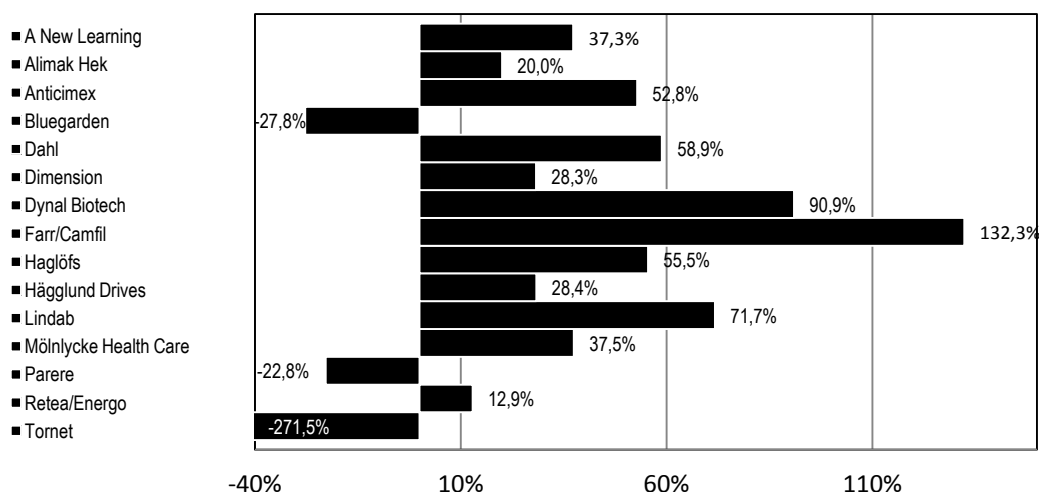
såsom omsättningstillväxt, marginalförbättringar och ökad kapitaleffektivitet, samtidigt som komponenten ackumulerade fria kassaflöden även drivs av den faktiska nivån av buyout-bolagets kassaflödesgenerering.

Ur ett teoretiskt perspektiv drivs förbättringar av ökad expertis från interaktion med private equity-bolagen och tillgång till deras branschnätverk samt reduktion av asymmetrisk information och agentkostnader, bland annat genom övervakning, omorganiseringar, rörliga ersättningar och investeringar från nyckelpersoner i bolaget (Berg & Gottschalg, 2004; Kaplan, 1989; Jensen & Meckling, 1976). I de buyout-investeringar vi studerar noteras betydande inslag av såväl styrelserepresentation från private equity-bolagen, incitamentprogram, investeringar tillsammans med ledningen i buyout-bolagen, omorganiseringar och fokuseringar av verksamheter, något som kan betraktas som betydelsefulla mekanismer bakom de interna förbättringarna.

5.3.1.1 **Förändring i EBITDA**

Studien identifierar tillväxt i EBITDA som den främsta underliggande värdedrivaren, med ett genomsnittligt bidrag om 40,3 procent till den ”skuldfria” avkastningen. Nedan illustreras hur stor del av investeringarnas skuldfria avkastning som kan härledas från förändringar i EBITDA mellan förvärv och exit.

Figur 14. Bidrag från EBITDA-tillväxt till den ”skuldfria” avkastningen.^{18 19}



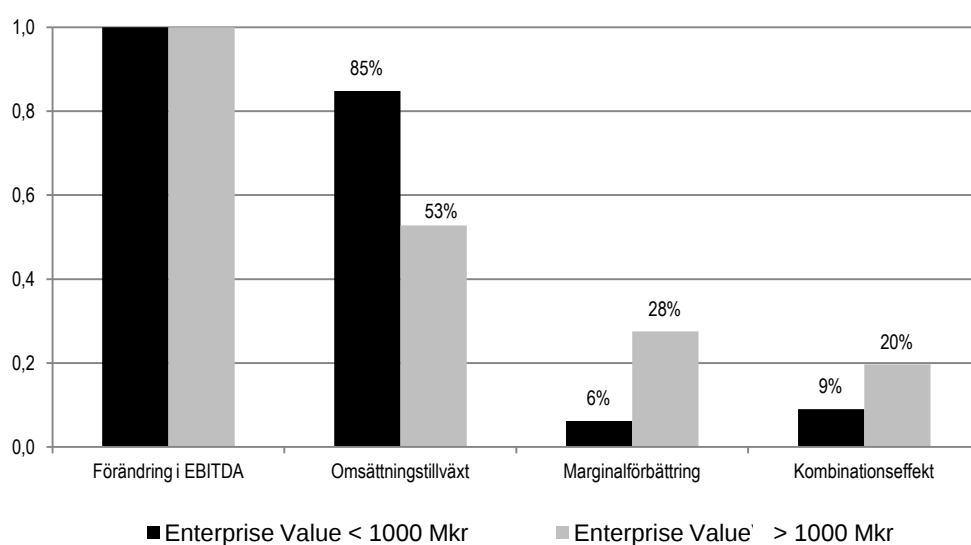
¹⁸ Till följd jämförelsestörande kostnader i form av omstruktureringskostnader och ett negativt EBITDA-resultat för 1998 i använder vi i beräkningen av Mölnlycke Health Care nästkommande års EBITDA-marginal för att härleda ett fiktivt EBITDA-resultat för årets omsättning.

¹⁹ I uträkningen av EBITDA i Tornet exkluderar vi omvärderingar av förvaltningsfastigheter.

Illustrationen visar att EBITDA-tillväxt har en liknande betydelse för de flesta av buyout-investeringarna, medan några investeringar skiljer sig markant. Camfil, som Ratos blev ägare i samband med utköpet av Farr från Nasdaq, gick under elva år från att vara en ledande aktör inom renluftsteknik och luftfilter i Europa till att bli en global marknadsledare bland annat genom sju betydande tilläggsförvärv (Ratos AB, 2010). EBITDA-tillväxten står för 132,3 procent av det underliggande värdeskapandet, och överstiger således den skuldfria avkastningen vilket möjliggörs av en negativ effekt från förändring i transaktionsmultipel. Investeringen i fastighetsbolaget Tornet, som skedde tillsammans med Lehman Brothers och utgjorde den största fastighetsaffären i världen under 2004, uppvisar ett extremt bidrag om minus 271,5 procent till följd av att bolaget minskade i storlek genom att fastigheter för 8,9 miljarder avyttrades, samtidigt som andra koncept än EBITDA och EV/EBTIDA är applicerbara på fastighetsbolag (Ratos AB, 2005; Leimdörfer AB, 2005).

För att få en större förståelse för vad som drivit EBITDA-tillväxten i investeringarna studerar vi förhållandet mellan omsättningstillväxt och förbättringar i EBITDA-marginal. Deras relativa betydelse illustreras i nedanstående diagram, som dessutom illustrerar skillnader mellan investeringar i större (7 st) respektive mindre (8 st) buyout-bolag där Enterprise Value vid förvärv om 1 miljard kronor utgör gränsen.

Figur 15. Analys av EBITDA-tillväxt, beroende på storlek.



Det är tydligt att omsättningstillväxt har varit den mest betydande drivkraften bakom tillväxt i EBITDA i vårt urval. I de större buyout-bolagen har marginalförbättring bidragit med 28 procent, men omsättningstillväxt är ändå mest betydande. I de mindre buyout-bolagen är omsättningstillväxt dominerande och representerar 85 procent av EBITDA-tillväxten. Ändå ingår både Anticimex med knappt 1 miljard i Enterprise Value vid förvärv och Hägglund Drives med över 700 miljoner i gruppen mindre buyout-bolag. Resultatet är i linje med Achleitner et al. (2010) som finner att 80 procent av tillväxten i EBITDA resulterar från omsättningstillväxt.

Vad det gäller omsättningstillväxten noterar vi att 13 av de 15 buyout-bolagen som studeras har gjort betydande förvärv av andra bolag under ägandeperioden. Fem bolag har dessutom gjort ett flertal tilläggsförvärv. De största tilläggsförvärven genomfördes av Lindab, som 2005 förvärvade Astron Building Systems med en omsättning på drygt 1 miljard kronor, och Mölnlycke Health Care, som 2001 förvärvade Johnson & Johnsons division för operationsprodukter med en omsättning på omkring 2 miljarder kronor (Ratos AB, 2006; Mölnlycke Health Care AB, 2002). Det senare bidrog till nästan att nästan tredubbla omsättningen i Mölnlycke Health Care mellan förvärv och exit (Nordic Capital, 2005). Övriga noterbara tilläggsförvärv är Rineer Hydraulics, Pel Freez Diagnostics och Champion Elevators som stärkte positionerna på den nordamerikanska marknaden för Hägglund Drives, Dynal Biotech respektive Alimak Hek, samt Anticimex finländska förvärv som presenteras i avsnitt 4.3. (Ratos AB, 2006; Ratos AB, 2003; Ratos AB, 2008). Investeringarna i Retea/Energo och Anew Learning är exempel på två mindre buyout-bolag som sedan växer kraftigt genom ett flertal mindre och medelstora tilläggsförvärv. Samtliga nämnda buyout-investeringar har skapat betydande värden för sina aktieägare genom tillväxt i EBITDA.

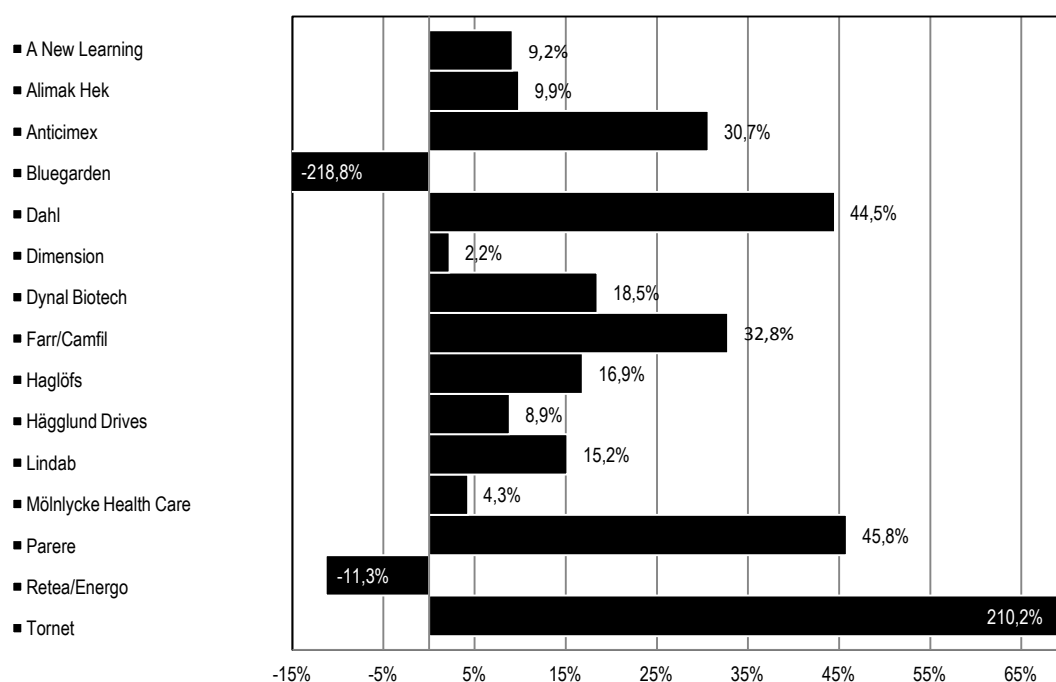
Varken schablonbilden om att private equity-bolag ”svälter bolagen” eller kritiken om kostnadsnedskärningar ges direkt stöd i vår studie (Ratos AB, 2011; Lundell, 2011).

5.3.1.2 ***Ackumulerade fria kassaflöden***

Studien konstaterar att 11,5 procent av den skuldfria avkastningen i genomsnitt resulterar från ackumulerade fria kassaflöden, som antingen minskat buyout-bolagets nettoskuld och/eller distribuerats till aktieägarna. Fria kassaflöden genereras internt i

den löpande verksamheten och investeringsverksamheten, men påverkas också av eventuella tilläggsinvesteringar från aktieägarna. I vårt urval är det 10 av de totalt 15 buyout-bolagen som gjort utdelningar under ägandeperioden och således realiserat en del aktieägarnas värdeskapande redan innan exit. Det är även 10 buyout-bolag som har minskat sin nettoskuld mellan förvärv och exit (se figur 9 för information om genomsnittlig skuldreduktion i urvalet). Nedan illustreras de investeringsspecifika bidragen från ackumulerade fria kassaflöden.

Figur 16. Bidrag från ackumulerade fria kassaflöden till den ”skuldfria” avkastningen.



Resultaten indikerar en viss heterogenitet i vårt urval. Till följd av mycket låg Money Multiple i Bluegarden, som levererar HR- och lönetjänster, understiger bidraget från ackumulerade fria kassaflöden den ”skuldfria” avkastningen, samtidigt som transaktionsmultipeln av samma anledning har motsatt effekt (se avsnitt 5.3.2), och måste av den anledningen betraktas som ett extremfall med -218,8 procent. Även bidraget om 210,2 procent i Tornet påverkas av investeringens låga Money Multiple, men är ändå talande för hur värde skapas i den två år långa investeringen där fastigheter för 8,9 miljarder realiserades ur fastighetsbeståndet, vilket genererade betydande fria kassaflöden och möjliggjorde utdelningar.

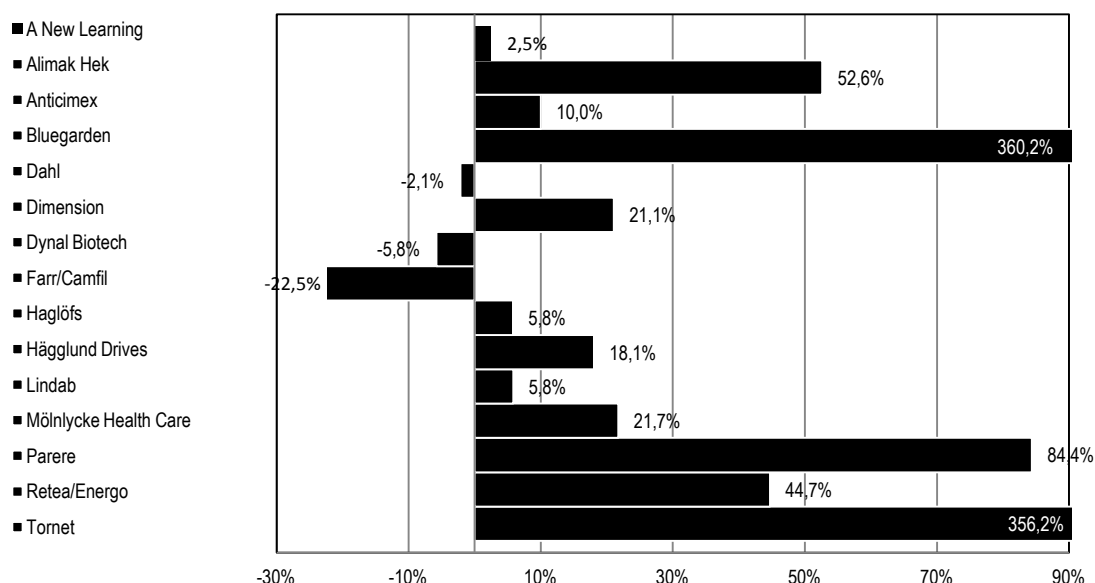
För att förstå bidraget från ackumulerade fria kassaflöden måste vi relatera det till bidraget från EBITDA-tillväxt. Som tidigare nämnt har 13 av de 15 buyout-bolagen gjort ett eller flera betydande tilläggsförvärv under ägandeperioden, vilket har en direkt, negativ effekt på komponenten ackumulerade fria kassaflöden. Vi kan konstatera att den överhängande majoriteten av tilläggsförvärven skett med internt genererade kassaflöden och nya lån. Enbart Mölnlycke Health Cares förvärv av Johnson & Johnsons division för operationsprodukter utmärker sig med en riktad nyemission om 260 miljoner kronor, som dock kompletteras med upptagna lån om 970 miljoner kronor (Mölnlycke Health Care AB, 2002). I övrigt inkluderade Alimak Heks förvärv av Champion Elevators en mindre nyemission, samtidigt som koncernlån delvis finansierade Anew Learnings förvärv av skolor (Alimak Hek AB, 2006; Anew Learning AB, 2008). I den här studien betraktar vi dock inte koncernlån som tilläggsinvesteringar (se avsnitt 4.2.1).

Sammantaget sker tilläggsförvärven, som driver tillväxten i EBITDA, på bekostnad av komponenten ackumulerade fria kassaflöden. Eftersom intern kassaflödesgenerering bidrar till att finansiera majoriteten av tilläggsförvärven måste generering av fria kassaflöden också betraktas som en underliggande drivkraft bakom EBITDA-tillväxt.

5.3.2 Externa värdedrivare

Det empiriska resultatet visar att förändringar i transaktionsmultipl mellan förvärv och exit i genomsnitt har gett investerarna 0,44 kronor utöver varje investerad krona, vilket representerar 19,3 procent av det underliggande värdeskapandet. Förändringen i transaktionsmultipl, som drivs av bland annat marknadseffekter, förhandlingsstyrka och bolagsrelaterade förändringar såsom marknadsposition och stordriftsfördelar, har haft nedanstående relativa bidrag till den skuldfria avkastningen i vårt urval.

Figur 17. Bidrag från förändring i transaktionsmultipel till den ”skuldfria” avkastningen.



Resultaten uppvisar en stor heterogenitet, betydligt mer framträdande än de investeringsspecifika skillnaderna som återfinns i komponenten ackumulerade fria kassaflöden. Enbart ett fåtal av ovanstående observationer är i närheten av den genomsnittliga multipeleffekten på 19,3 procent och någon trend uppfattas inte.

Ett antal bolag har extrema bidrag från förändring i transaktionsmultipeln mellan förvärv och exit, bland annat fastighetsbolaget Tornet som vi diskuterar problematiken kring i avsnitt 5.3.1.1. I övrigt kan vi se betydande bidrag i investeringarna Bluegarden och Parere, vilket kan anses märkligt eftersom transaktionsmultipeln i de fallen faktiskt ökat mindre än den genomsnittliga multipelexpansionen. Anledningen är en låg skuldfri avkastning som understiger bidraget från multipeleffekten, allt annat lika.

Däremot är investeringar som Alimak Hek, Retea/Energo och Mölnlycke mer intuitiva eftersom de kan kopplas till teorier om substansrabatt i investmentbolag, utköp av divisioner och förbättrade marknadspositioner. Både Mölnlycke och Retea/Energo förvärvades som divisioner från SCA och Tamro respektive TurnIT och Arcona, samtidigt som Alimak Hek förvärvades i samband med utköpet av private equity-bolaget Atle från börsen 2001 (Ratos AB, 2001; Bure Equity AB, 2001; Bure Equity AB, 2006; Mölnlycke Health Care Holding AB, 1998). Dessutom har vi i avsnitt 5.3.1.1

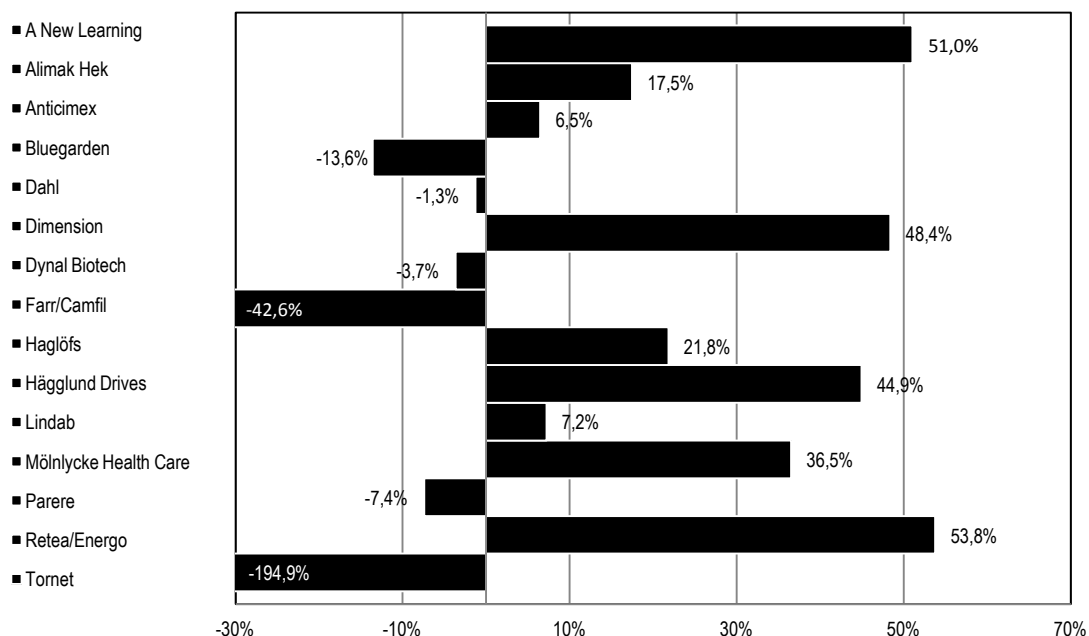
tidigare konstaterat att både Alimak Hek och Mölnlycke gör betydande strategiska förvärv, samtidigt som Retea/Energo växer genom flera mindre förvärv.

Heterogeniteten i urvalet ger inget direkt stöd för den schablonbild som återfinns i media och antyder att private equity-bolag skapar värde genom att köpa billigt och sälja dyrt då vi inte finner någon systematisk trend och multipelexpansion också kan resultera från interna, operativa förbättringar i portföljbolagen. Dessutom uppvisar de buyoutinvesteringar vi studerar en genomsnittlig multipeleffekt av märkbart mindre omfattning än vad tidigare forskningsstudier identifierat på den europeiska private equity-marknaden (Achleitner, et al., 2010; Pindur, 2007).

5.3.3 Kombinationseffekt

Det empiriska resultatet visar att kombinationseffekten i genomsnitt har gett investerarna 0,66 kronor utöver varje investerad krona, vilket representerar 28,8 procent av det underliggande värdeskapandet. Kombinationseffekten, som drivs av att EBITDA och transaktionsmultipeln förändras, har följande investeringsspecifika fördelning.

Figur 18. Bidrag från kombinationseffekten till den ”skuldfria” avkastningen.



Även i den här komponenten uppvisas en tydlig heterogenitet. Investeringen i Farr/Camfil har en tydlig kombinationseffekt som ett resultat av att bolaget avyttrades

till en lägre EV/EBITDA-multipel i kombination med kraftig EBITDA-tillväxt under elva år, då bolaget gör sju betydande tilläggsförvärv och utvecklas till en global marknadsledare (Ratos AB, 2010). Kombinationseffekten uppstår i Camfill/Farr då effekten av tillväxten i EBITDA överdrivs, till följd av att multipeln minskar mellan förvärv och exit, och effekten av förändring i transaktionsmultipel underdrivs.

De största, positiva bidragen återfinns i de tre investeringarna Anew Learning, Dimension och Retea/Energo som karaktäriseras av betydande tillväxt i EBITDA och ökade transaktionsmultiplar. Samtliga bolag har gått från att vara mindre bolag till att säljas för flera hundra miljoner genom en kombination av flera tilläggsförvärv ("buy-and-build"-strategi) och organisk tillväxt.

Som tidigare nämnt är det i fråga om kombinationseffekten som våra empiriska resultat skiljer sig från studierna av Achleitner et al. (2010) och Pindur (2007), vilket till stor del resulterar från ovannämnda tillväxtbolag och "buy-and-build"-investeringar.

6. Slutsatser

Enligt oss är det både högaktuellt och relevant att studera värdedrivare i buyout-investeringar av noterade private equity-bolag. Private equity-branschen som helhet har aldrig haft ett så dåligt rykte som idag och schablonbilden som återfinns i media säger ”att private equity-bolagen köper bolag billigt, lånar mycket pengar billigt, svälter bolagen, ’klär upp bruden’ inför en försäljning och sedan säljer dyrt” (Ratos AB, 2010; Lundell, 2012). Samtidigt har sektorn noterade private equity-bolag, där Sverige ligger i framkant internationellt, ett ökat intresse från investerare, analytiker och fondförvaltare (Svenska riskkapitalföreningen, 2011).

I den här studien studerar vi 15 buyout-investeringar genomförda 1998-2012 av Ratos och Bure, som i flera fall investerat tillsammans med andra private equity-bolag, bland annat 3i, Nordic Capital och EQT. Vi identifierar belåningens hävstångseffekt på investeringen och de underliggande värdedrivarna i form av 1) förändring i EBITDA, 2) förändring i transaktionsmultipl, 3) kombinationseffekten av förändringar i både EBITDA och transaktionsmultipl samt 4) ackumulerade fria kassaflöden.

Studien konstaterar att belåning spelar en viktig roll i att förstärka avkastningen på private equity-bolagens investeringar – nästan hälften av värdeskapandet resulterar från buyout-bolagens finansiella karaktär. Däremot är det EBITDA-tillväxt som utgör den huvudsakliga, underliggande värdedrivaren i de 15 investeringarna, vilket i sin tur är ett resultat av kraftig omsättningstillväxt under ägandeperioden genom expansiv tillväxt. Inte mindre än 13 av de 15 buyout-bolagen har gjort ett eller flera tilläggsförvärv, i princip uteslutande finansierade genom intern generering av kassaflöden och upptagna lån. I de större buyout-bolagen har marginalförbättring spelat en något större roll, men fortfarande en mindre roll än omsättningstillväxt. De empiriska resultaten visar vidare ett positivt bidrag från förändringar i transaktionsmultipl mellan förvärv och exit, men en kraftig heterogenitet uppvisas i urvalet. Märkbart är att den kombinerade effekten av förändringar i både EBITDA och transaktionsmultipl utgör den näst största underliggande värdedrivaren, vilket resulterar från flera mindre buyout-bolag som växer kraftigt, stärker sin marknadsposition och därav också kan avyttras till högre multiplar.

Urvalets storlek och avgränsning mot noterade private equity-bolag omöjliggör statistiska slutsatser och en generalisering för private equity-branschen som helhet, men vi noterar att det övergripande resultatet överensstämmer med tidigare studier av europeiska buyout-investeringar i fråga om betydelsen av EBITDA-tillväxt genom ökad omsättning. Belåningseffekten och kombinationseffekten är mer betydande i vår studie, vilket tyder på högre skuldsättning och en högre andel mindre tillväxtbolag.

Den schablonbild som idag antyder att private equity-bolag gör framgångsrika investeringar genom billiga förvärv, dyra exits och kraftiga kostnadsnedskärningar ges inget stöd av de 15 buyout-investeringar vi studerat. Däremot krävs en närmare analys av kapitaleffektivitet och förändringen i EBITDA-marginal för insikter om kostnadsutvecklingen i bolagen. Belåning spelar bevisligen en betydande roll för investerarnas avkastning, men belåningseffekten är som namnet antyder en effekt och förutsätter underliggande värdeskapande. Eftersom värdeskapandet framförallt drivs av omsättningstillväxt – och inte ackumulerade fria kassaflöden som kan skapa värde oberoende av förändringar i bolaget – är slutsatsen att det är interna, operationella förbättringar som är den underliggande drivkraften. Samtidigt visar resultatet att buyout-investeringarna hade varit lönsamma även utan belåning.

Slutligen uppvisar studien i likhet med Achleitner et al. (2010) en betydande heterogenitet, vilket indikerar att generaliseringar av private equity-branschen inte kan göras utifrån enskilda exempel. Våra resultat bjuder på värdefulla insikter i hur private equity-bolag skapar värde i buyout-investeringar, men för framtiden efterlyser vi en motsvarande studie av ett mycket större urval av svenska buyout-investeringar. En sådan studie kunde dessutom vidareutvecklas genom att identifiera motsvarande värdedrivare för jämförbara bolag och sedan studera skillnader, till exempel hur belåningseffekterna skiljer sig åt eller i vilken utsträckning private equity-ägda bolag lyckas skapa värde genom att växa mer än marknaden.

7. Källförteckning

Litteratur

- Acharya, V. V., Gottschalg, O., Hahn, M. & Kehoe, C., 2009. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *Working paper*.
- Achleitner, A.-K.o.a., 2010. Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *Journal of Private Equity*, Issue Spring 2010, p. 2.
- Berg, A. & Gottschalg, O., 2004. Understanding Value Generation in Buyouts. *Journal of Restructuring Finance*, 11(2), pp. 15-16.
- Brigle, M. o.a., 2008. The Advantage of Persistence: How the Best Private Equity Firms Beats the Fade, *Working paper*.
- DeAngelo, L., 1986. Accounting numbers as Market Valuation Substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, 63(3), p. 400.
- Easterwood, J., Seth, A. & Singer, R. F., 1989. The impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction. *California Management Review*, 32(1), pp. 30-43.
- Gottschalg, O., Hahn, M., Acharya, V. & Kehoe, C., u.d. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity.
- Grubb, M. & Jonsson, S., 2007. *The Operating Impact of Buyouts in Sweden - A Study of Value Creation*, Stockholm.
- Holthausen, R. W. & Larcker, D. F., 1996. The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics*, 42(3), pp. 293-332.
- Ivashina, V. & Kovner, A., 2008. The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking, *Working Paper*.
- Jensen, M., 1989a. Active Investors, LBOs and the privatization of bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2(1), pp. 35-44.
- Jensen, M. C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W., 1976. Theory of the firm: Behavior, Agency cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), p. 305.
- Jensen, M. C. & Ruback, R. S., 1983. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), pp. 5-50.
- Kaplan, S., 1989. The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value. *Journal of Financial Economics*, 24(2), pp. 217-254.
- Katharina Lichtner, A.-K. A. C. D., 2009. *Value Creation in Private Equity*. Center for Entrepreneurial and Financial Studies

- Loos, N., 2005. *Value Creation in Leveraged Buyouts*, Switzerland: University St. Gallen.
- Lundell, S., 2011. Kommentar: Oproffsig av Caremas ägare. *Dagens Industri*, 16 November, p. 12.
- Lundell, S., 2012. "Vi har aldrig haft ett så dåligt rykte". *Dagens Industri*, 20 04, p. 8.
- Mattsson, E. & Mårild, J. H., 2006. *Value Generation in Leveraged Buyouts 1989 - 2005*, Stockholm: u.n.
- Modigliani, F. & Miller, M., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3).
- Modigliani, F. & Miller, M., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, 53(3), p. 433–443.
- Muscarella, C. J. & Vetsuypens, M. R., 1990. Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *The Journal of Finance* , 45(5), pp. 1389-1413.
- Palepu, K. G., 1990. Consequences of leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27(1), pp. 247-262.
- Pindur, D., 2007. *Value Creation in Successful LBOs*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, GMW Fachverlage GmbH.
- Seth, A. & Easterwood, J. C., 1993. Strategic redirection in large management buyouts: the evidence from post-buyout restructuring activity. *Strategic Management Journal*, 14(4), pp. 251-273.
- Smith, A., 1990. The Effect of Leveraged Buyouts. *Business Economics*, 25(2), pp. 19-25.
- Wiersema, M. & Liebeskind, J. P., 1995. The effects of leveraged buyouts on corporate growth and diversification in large firms. *Strategic Management Journal* , 16(6), pp. 447-460.

Elektroniska källor

- Bure Equity AB, 2001. *Pressmeddelande: Bure har tecknat slutgiltiga avtal avseende förvärv av Svenska PA System och Retea*. [Online]
Available at:
www.bure.se/extra/tools/parser/?url=/html/parse/pressrelease.html&url_id=48891
[Använd 15 4 2012].
- Bure Equity AB, 2006. *Pressmeddelande: Ny stark teknikkonsult bildas genom samgående mellan Retea och Energo*. [Online]
Available at:
www.bure.se/extra/tools/parser/?url=/html/parse/pressrelease.html&url_id=248422
[Använd 20 4 2012].

Ernst & Young, 2010. *A study of 2009 European exits - How do private equity investors create value?*, Ernst & Young.

Leimdörfer AB, u.d. *Urval av uppdrag: Lehman Brothers, Ratos*. [Online]
Available at: http://www.leimdorfer.se/sv/Tjanster/Utvalda_transaktioner_och_cases/CasesFallstudier/Lehman_Brothers_Ratos/
[Använd 04 2012].

Nordic Capital, 2005. *Pressmeddelande: Nordic Capital säljer Mölnlycke Health Care till Apax Partners*. [Online]
Available at: <http://www.cisionwire.se/nordic-capital/r/nordic-capital-saljer-molnlycke-health-care-till-apax-partners,c146508>
[Använd 05 2012].

Ratos AB, 2001. *Pressmeddelande: Ratos fullföljer bud på Atle*. [Online]
Available at: www.ratos.se/Pressrum/Pressmeddelanden/2001/Ratos-fullfoljer-bud-pa-Atle/
[Använd 2012].

Ratos AB, 2003. *Pressmeddelande: Dynal Biotech gör kompletteringsförvärv i USA*. [Online]
[Använd 05 2012].

Ratos AB, 2005. *Pressmeddelande: Ratos säljer Tornet*. [Online]
Available at: <http://www.ratos.se/Pressrum/Pressmeddelanden/2005/Ratos-saljer-Tornet/>
[Använd 04 2012].

Ratos AB, 2006. *Pressmeddelande: Alimak Hek gör förvärv*. [Online]
[Använd 05 2012].

Ratos AB, 2006. *Pressmeddelande: Ratos frigör 577 Mkr genom refinansiering av Lindab*. [Online]
Available at: <http://www.ratos.se/Pressrum/Pressmeddelanden/2006/Ratos-frigor-577-Mkr-genom-refinansiering-av-Lindab/>
[Använd 05 2012].

Ratos AB, 2008. *Pressmeddelande: Hägglund Drives förvärvar Rineer Hydraulics*. [Online]
Available at: <http://www.ratos.se/Pressrum/Pressmeddelanden/2008/Ratos-Hagglunds-Drives-forvarvar-Rineer-Hydraulics/>
[Använd 05 2012].

Ratos AB, 2010. *Pressmeddelande: Ratos säljer innehavet i Camfil*. [Online]
Available at: <http://www.ratos.se/Pressrum/Pressmeddelanden/2010/Ratos-saljer-innehavet-i-Camfil/>
[Använd 04 2012].

Ratos AB, 2012. *Pressmeddelande: Ratos säljer Anticimex till EQT*. Stockholm: Ratos AB

Savén, B., 2009. *Stora Analysdagen*. Stockholm: Aktiespararna.

SVCA, 2012. *Risckapital på tre minuter*. [Online]
Available at: <http://svca.se/sv/Om-riskkapital/Borsnoterade-PE-bolag/>
[Använd 1 5 2012].

Svenska riskkapitalföreningen, 2010. SVCA. [Online]
Available at: <http://svca.se/sv/Om-riskkapital/Borsnoterade-PE-bolag/>
[Använd 1 maj 2012].

Svenska riskkapitalföreningen, 2010. SVCA. [Online]
Available at: www.svca.se
[Använd 1 maj 2012].

Svenska riskkapitalföreningen, 2011. SVCA. [Online]
Available at: <http://www.svca.se/sv/Om-riskkapital/Risckapital-i-siffror/>
[Använd 35 04 2011].

Svenska riskkapitalföreningen, 2011. SVCA. [Online]
Available at: <http://www.svca.se/sv/Om-riskkapital/Risckapital-i-siffror/>
[Använd 35 04 2011].

Årsredovisningar

Alimak Hek AB, 2006. *Årsredovisning 2001*.

Anew Learning AB, 2008. *Årsredovisning 2007*.

Anticimex Acquisition AB, 2006. *Årsredovisning 2006*.

Anticimex Holding AB, 2006. *Årsredovisning 2006*.

Mölnlycke Health Care AB, 2002. *Årsredovisning 2001*.

Mölnlycke Health Care Holding AB, 1998. *Årsredovisning 1998*.

Ratos AB, 2010. *Årsredovisning 2010*.

Ratos AB, 2011. *Årsredovisning 2011*.

8. Figur- och tabellförteckning

Figurförteckning

<i>Figur 1. Värdeskapande i en buyout-investering.</i>	6
<i>Figur 2. Värdeskapande ur det interna och externa perspektivet.</i>	7
<i>Figur 3. Ekvation (6) i det interna och externa perspektivet.....</i>	18
<i>Figur 4. Struktur av förvärvet av Anticimex.</i>	22
<i>Figur 5. Utveckling av skuldsättningsgraden i Anticimex.</i>	23
<i>Figur 6. Värdedrivare i buyout-investeringen i Anticimex.</i>	25
<i>Figur 7. Fördelning av effekten av förändring i EBITDA.....</i>	26
<i>Figur 8. Övergripande resultat.</i>	28
<i>Figur 9. Illustration av värdedrivare i hela urvalet.</i>	28
<i>Figur 10. Resultatjämförelse med Achleitner et al. (2010).</i>	30
<i>Figur 11. Jämförelse av värdedrivare med Achleitner et al (2010) och Pindur (2007).</i>	30
<i>Figur 12. Bidrag från belåningseffekten till Money Multiple.</i>	32
<i>Figur 13. Utveckling av skuldsättningsgrad.....</i>	33
<i>Figur 14. Bidrag från EBITDA-tillväxt till den "skuldfria" avkastningen.</i>	36
<i>Figur 15. Analys av EBITDA-tillväxt, beroende på storlek.</i>	37
<i>Figur 16. Bidrag från ackumulerade fria kassaflöden till den "skuldfria" avkastningen.</i>	39
<i>Figur 17. Bidrag från förändring i transaktionsmultipl till den "skuldfria" avkastningen.</i>	41
<i>Figur 18. Bidrag från kombinationseffekt till den "skuldfria" avkastningen.</i>	42

Tabellförteckning

<i>Tabell 1. Exempel på hävstångseffekt i en buyout-investering.....</i>	11
<i>Tabell 2. Buyout-investeringar i vårt urval.</i>	13
<i>Tabell 3. Urvalsbeskrivning.</i>	13
<i>Tabell 4. Ackumulerade fria kassaflöden.</i>	24
<i>Tabell 5. Övergripande resultat.</i>	27
<i>Tabell 6. Känslighetsanalys låneränta.</i>	34
<i>Tabell 7. Känslighetsanalys skattesköld.</i>	34
<i>Tabell 8. Känslighetsanalys skattesats.</i>	35

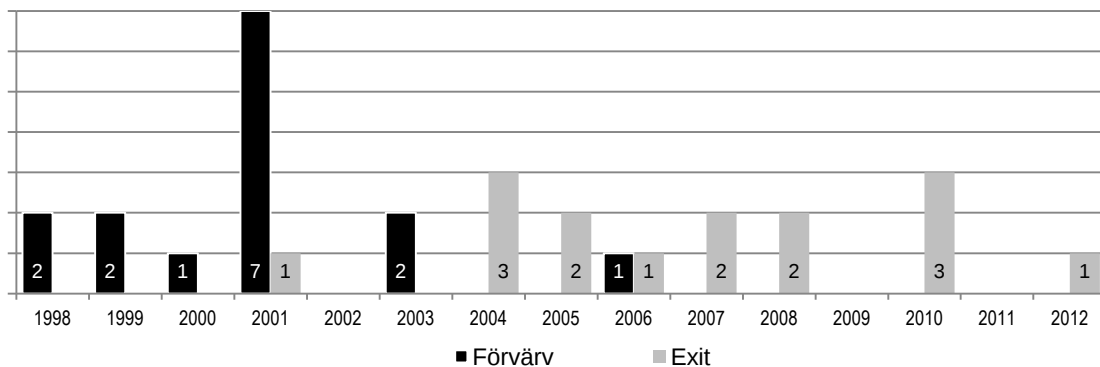
9. Bilagor

9.1 Tilläggsinformation om investeringarna

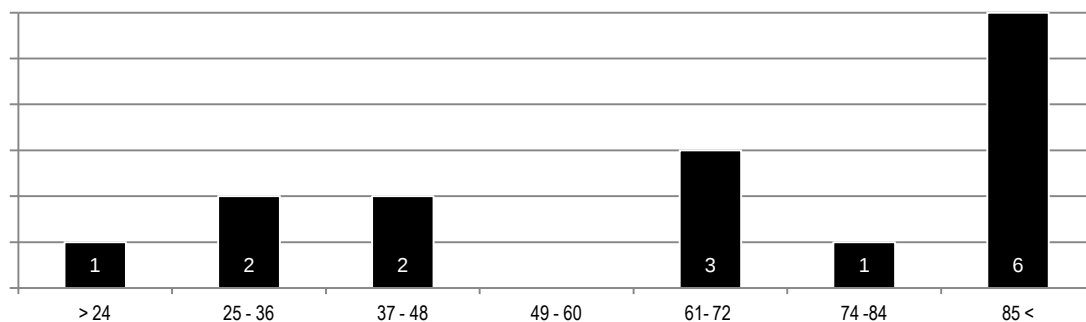
Transaktionsinformation

Förvärv	Säljare	Buyout-bolag	Exit	Köpare
2001	Atle	Alimak Hek	2007	Triton
1999	Grundare	Anew Learning	2008	Acedemedia
2006	Nordic Capital	Anticimex	2012	EQT
1999	Börsen	Dahl	2004	Saint-Gobain
1998	Grundare	Dimension	2001	Börsen
2001	TurnIT AB	Retea/Energo	2010	ÅF AB
2000	Börsen/Grundare	Farr/Camfil	2010	Grundare
2003	Börsen	Tornet	2005	Fabege
2001	Atle	Haglöfs	2010	Asics
2001	Atle	Hägglund Drives	2008	Bosch Rexroth
2001	Börsen	Lindab	2006	Börsen
1998	SCA, Tamro	Mölnlycke Health Care	2005	Apax partners
2001	A.L. Industrier, Dyno Noberl m.fl.	Dynal Biotech	2004	Invitrogen Corp.
2003	Posten Norge	Bluegarden	2007	Multidata
2001	TurnIT AB	Parere	2004	VM-data

Illustration förvärv- och exittidpunkter



Ägandeperiod per investeringar (månader)



9.2 Härledning av belåningseffekt

Nedan följer en härledning av den formel vi använder i ekvation (4), med utgångspunkt i Modigliani Miller Proposition 2.

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

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

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

$$r_E = r_O \left(1 + \frac{D}{E} \times (1 - \tau) \right) - \frac{D}{E} \times r_D \times (1 - \tau)$$

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

Nedanstående version av ekvation (4) är den som används i beräkningen av den ”skuldfria” avkastningen, $MM_{Skuldfri}$, och antar en osäker skattesköld.

$$MM_{Skuldfri} = \frac{MM + \frac{D}{E} \times r_D}{1 + \frac{D}{E}}$$