

Värdering av varumärkesstarka företag i samband med uppköp

– en empirisk studie av fem svenska företagsförvärv

The aim of this thesis is to investigate how a valuation of a company preceding an acquisition can be affected by the fact that a strong brand is attached to the target company. Techniques to value a company and theories of brands are well developed, but the link between them is partially missing even though the needs to value brands have increased. A case study of five Swedish acquisitions is conducted to identify possible complicating and simplifying factors and how these are handled in the context of a valuation of an acquired company with a strong brand. Important findings are that a decreased volatility of future earnings can lead to more accurate prognoses and valuations due to the existence of a strong brand. A strong brand can, on the other hand, also make the valuation of the target company more difficult due to the fact that it is a subjective asset which increases the overall risk of the company. It can also be difficult to value the brand on a stand alone basis, partly due the importance of the context for the brand value. Finally, due to the lack of the link between brands and finance it can be difficult to isolate the value a brand create.

Författare: Florén Ida

Gustafsson Marie

Handledare: Professor Kenth Skogsvik

Framläggning: Tid: 2006-12-13 10¹⁵-12⁰⁰

Plats: Sal KAW

Författarnas tack

Vi vill ta tillfälle i akt att tacka alla de personer som har bidragit till att göra denna studie möjlig; alla kunniga personer på området som hjälpt oss att öka vår förståelsen för ämnet, alla företagsrepresentanter som visat en stor vilja att dela med sig av sin tid och sina erfarenheter och all familj och vänner som har kommit med värdefulla synpunkter. Ett speciellt tack vill vi rikta till vår handledare Professor Kenth Skogsvik som har väglett oss genom uppsatsskrivandets djungel.

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1 Bakgrund.....	5
1.2 Syfte och frågeställning	7
1.3 Avgränsningar.....	8
1.4 Disposition	9
2. Teori.....	9
2.1 Uppköp och varumärken.....	9
2.2 Värdet av ett varumärke.....	10
2.3 Värderingsmodeller.....	12
2.3.1 Traditionella värderingsmetoder.....	13
2.3.2 Metoder för värdering av företag med starka varumärken samt varumärkesvärdering....	16
2.4 Diskussion om teoretiska konsekvenser på värderingen.....	18
3. Metod	21
3.1 Metodval	21
3.2 Val av fallföretag	22
3.3 Metod för datainsamling	25
4. Empiri.....	26
4.1 Fall A: Annas köp av Anders.....	26
4.1.1 Bolaget och dess bransch	26
4.1.2 Tillväxtstrategi	26
4.1.3 Målbolaget	27
4.1.4 Kalkylmetod.....	27
4.1.5 Varumärkesvärderingen	28
4.2 Fall B: Bodils köp av Bo.....	29
4.2.1 Bolaget och dess bransch	29
4.2.2 Tillväxtstrategi	29
4.2.3 Målbolaget	30
4.2.4 Kalkylmetod.....	30
4.2.5 Varumärkesvärderingen	30
4.3 Fall C: Cecilias köp av Carl	31
4.3.1 Bolaget och dess bransch	31
4.3.2 Tillväxtstrategi	32
4.2.3 Målbolaget	32
4.3.4 Kalkylmetod.....	32
4.3.5 Varumärkesvärderingen	33
4.4 Fall D: Doris köp av David	34
4.4.1 Bolaget och dess bransch	34
4.4.2 Tillväxtstrategi	34
4.4.3 Målbolaget	35
4.4.4 Kalkylmetod.....	35
4.4.5 Varumärkesvärderingen	35
4.5 Fall E: Emmas köp av Erik	36
4.5.1 Bolaget och dess bransch	37
4.5.2 Tillväxtstrategi	37
4.5.3 Målbolaget	37
4.5.4 Kalkylmetod.....	38

4.5.5 Varumärkesvärderingen	38
4.6 Sammanställning av empiri.....	39
5. Analys	42
5.1 Nivå av föranalys	42
5.2 Varumärkets roll i värderingen	42
5.3 Val av värderingsmodell i värderingen av varumärken.....	44
5.3.1 Traditionella värderingsmetoder	44
5.3.2 Varumärkesspecifika värderingsmodeller.....	45
5.4 Hur varumärket kan underlätta värderingen	48
5.4.1 Minskad volatilitet	48
5.4.2 Förenklad uppskattning av horisontvärde	48
5.4.3 Accelererade kassaflöden.....	49
5.4.4 Ökad informationstillgång	49
5.4.5 Förenklad uppskattning av livslängd	49
5.5 Hur varumärket kan försvåra värderingen	50
5.5.1 Bristande erfarenhet av att värdera marknadsmässiga tillgångar.....	50
5.5.2 Svårigheten att isolera varumärkets värde	51
5.5.3 Svårigheter att värdera varumärkessynergier.....	51
5.5.4 Förändrade kundpreferenser	52
5.5.5 Riskhantering	53
6. Avslutning.....	54
6.1 Slutsatser	54
6.2 Validitet och reliabilitet	57
7. Referenslista.....	58
7.1 Vetenskapliga artiklar	58
7.2 Böcker	59
7.3 Internetkällor.....	60
7.4 Intervjuer.....	60
7.5 Övriga källor	60
8. Appendix.....	61
Intervjuguide	61

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Immateriella tillgångar i allmänhet och varumärken i synnerhet utgör en allt större andel av företagens totala värden. Tidigare studier har visat på att varumärket i genomsnitt svarar för mer än en tredjedel av företagens marknadsvärde¹. Varumärkens viktiga ekonomiska konsekvenser och mycket långa livstid gör det i många fall till den enskilt viktigaste tillgången. Även om alltmer uppmärksamhet har riktats mot varumärket som tillgång saknas fortfarande en djupare kunskap för hur det genererar värde för aktieägarna samt hur man lämpligen ska kvantifiera dess värde, vilket har lett till att de sällan explicit har värderats (Lindemann, 2004).

Samtidigt har företagsförvärv under de senare 20 åren blivit en alltmer vanlig företeelse i näringslivet. Volymen och frekvensen av företagsförvärv gör att dessa kan få avgörande implikationer för de inblandade företagen och deras intressenter (Bild, 1998). Det blir därför än mer viktigt att kunna fastställa värdet för ett varumärke eftersom det hjälper till att se kopplingen mellan vad företaget har betalat för ett varumärke och värdet det har skapat² (Kotler, 2002; Lindemann, 2004). Detta blir ännu mer intressant med tanke på de höga premier som betalats vid förvärven (Karlsson, 2006-11-09; Lindemann, 2004; Bower, 2001). Även motiven till förvärv har ändrats. Kapferer (1997) menar att före 1980 köpte företag produktionskapacitet men under 1980-talet började man köpa en plats i konsumenternas medvetande. Det är dessutom vanligt att uppköp motiveras av en önskan om att förvärva ett annat varumärke då uppköp kan vara ett företags enda möjlighet att skaffa sig en konkurrenskraftig marknadsfördel då marknadsbaserade tillgångar bland annat är svåra att imitera och hitta substitut för. (Capron och Hulland, 1999). Samtidigt som marknadsförare alltmer försöker uppskatta värdet av marknadsföringsaktiviteter för aktieägarna, försöker finansprofessionen att ta in alltmer ickefinansiella mått för att bedöma ett företags prestation (Srivastava et al., 1998), vilket tyder på att disciplinerna rör sig alltmer mot varandra. Utan att ordentligt förstå sambanden mellan marknadskrafter och finansiering blir det dock väldigt svårt att värdera dessa tillgångar. Detta kan leda till att dessa tillgångar blir underfinansierade vilket i sin tur begränsar företagets tillväxtmöjligheter och förmåga att leverera värde till aktieägarna (Aaker & Jacobsen, 1994). Förvärvade starka varumärken förefaller alltså ge långsiktiga fördelar som dock kan vara svåra att kvantifiera samt fastställa livslängd för och det kan därför finnas värderingsproblem.

1 Studien genomfördes av Interbrands i samarbete med JP Morgan. Se Lindemann (2004).

2 Vi definierar värdeskapande som lönsamhet utöver investerarnas viktade avkastningskrav samt framtida möjligheter till tillväxt i enlighet med Koller et al (2005).

I samband med införandet av IFRS/IAS ska noterade svenska företag inte längre ska göra årliga avskrivningar av goodwill och det "överpris" som betalas vid företagsförvärv ska fördelas noggrannare på fler immateriella tillgångar än förut.³ Bland de tillgångar som ska värderas i förvärven och tas in i redovisningen ingår varumärken. Det ges inte någon beräkningshjälp i själva standarderna men metoder för att försöka skatta sådana värden för redovisningsändamål har utvecklats (Hällefors, 2006 -10-20). Det är därför tydligt att både kraven på samt behoven av värdering av varumärken har ökat på senare år. De flesta företag värderar dock inte sina varumärken för att få ett marknadsmässigt värde i balansräkningen, utan snarare för syften som varumärkeshantering, underlag för strategiska val, varumärkeslicensiering samt för värdering inför uppköp och sammangående (Murphy, 1990).

Förvärv där starka varumärken ingår kan kopplas till olika typer av svårigheter; svårigheter med att värdera varumärken och svårigheter i hanteringen av själva varumärket i överföringen från ett bolag till ett annat. Den senare uppstår främst på grund av att varumärken ofta är knutna till rutiner, system och kulturer hos specifika företag vilket medför en hög organisatorisk komplexitet (Kapferer, 1992). Om varumärket kan tänkas vara starkt kopplat till den kontext det verkar i kan dess värde anses fångas upp bäst genom att värdera hela kontexten. Det är därför inte självklart att en explicit och separat värdering av varumärket i praktiken är att föredra vid värdering inför ett förvärv.

Även om starka varumärken alltså är en viktig tillgång kan de innebära flertalet försvårande omständigheter vid en värdering i samband med uppköp. Bland dessa kan nämnas att varumärken till skillnad från många andra tillgångar inte har en aktiv andrahandsmarknad där utbud och efterfrågan kan sätta priser (Lindemann, 2004; Srivastava et al. 1998). Ett varumärke måste dessutom vanligtvis underhållas för att bibehålla sitt värde (Saudugaran, 2001). Att en stor del av företagets värde utgörs av varumärket kan också få stora konsekvenser om detta snabbt skulle sjunka i värde vid exempelvis en skandal (Spar och LaMure, 2003). Varumärket kan i sig också ge upphov till olika synergieffekter mellan olika produkter (Kapferer, 1997 med flera). Hur dessa aspekter ska hanteras vid en företagsvärdering är långt från självklart. Å andra sidan kan ett varumärke tänkas underlätta en värdering då det kan innebära att framtida intäkter blir mindre volatila (Srivastava et al. 1998). Varumärkets potentiellt långa livstid ger även upphov till frågor rörande hur långt framåt i tiden en detaljerad värdering ska sträcka sig (Lindemann, 2004). Vi

3 Den standard som gäller för bland andra svenska företag vid företagsförvärv är IFRS 3 i viss kombination med IAS 38 (Hällefors, 2006-10-20).

finner det därför intressant att studera vilka försvårande samt förenklade omständigheter kopplade till varumärkesstarka företag som kan identifieras empiriskt i samband med värdering vid förvärv. Går det att komma runt problemen på något sätt eller är detta något som svenska företag måste acceptera utan att kunna göra något åt situationen? I vilken grad kan ett förvärvande bolag uppleva att ett varumärke förändrar värderingssituationen? Vi vill i denna studie belysa hur dessa situationer har hanterats i fem svenska fall under de senaste fem åren.

Mycket forskning har bedrivits om starka varumärken (se exempelvis Kotler, 2002; Boulding, Lee och Staelin, 1994; Aaker, 1991), synergier mellan varumärken i en portfölj (se exempelvis Capron och Hulland, 1999; Kapferer, 1997; Larsson, 1989), företagsförvärv och sammangåenden (se exempelvis Bild, 1998) samt om företagsvärdering (se exempelvis Koller et al, 2005). Ett fåtal studier har även försökt sammanfatta vilka metoder som använts då varumärken värderas (se exempelvis Fernández, 2001). Dock saknas en beskrivning om huruvida existensen av ett starkt varumärke påverkar värderingen i samband med uppköp i praktiken och i sådana fall på vilket sätt. Värderingsmodellers kan komma att appliceras på andra sätt i dessa fall eftersom varumärken har många särpräglade egenskaper.

Eftersom ämnet alltså är relativt outforskat avser vi att göra en fallstudie vilket innebär att inga generella slutsatser kommer att kunna dras. Emellertid kan studien bidra till att kartlägga var mer framtida forskning är nödvändig.

1.2 Syfte och frågeställning

Syftet med uppsatsen är att genom en empirisk studie av fem olika företag undersöka hur en värdering vid uppköp kan tänkas försvåras eller underlättas av det faktum att det förvärvade bolaget innehar ett starkt varumärke. Vi avser även att undersöka hur de studerade företagen hanterar dessa eventuella svårigheter. Vår förhoppning är att uppsatsen ska bidra med kunskap om vilka faktorer som kan påverka en värdering av varumärkesstarka företag genom att illustrera några exempel på hur man i praktiken har gått tillväga i denna situation.

Mot denna bakgrund ämnar vi att i denna studie besvara följande fråga;

Vilka försvårande och förenklade omständigheter uppstår vid en värdering då målbolaget vid ett förvärv innehar ett starkt varumärke och hur hanteras dessa i praktiken?

1.3 Avgränsningar

Den diskussion och de slutsatser som dras bygger enbart på vad som har framkommit från information om fallföretagen om inte annat anges. Som en konsekvens av att studien i stor utsträckning hanterar företagsinterna uppgifter är varje fall tidsödande att analysera. En avvägning föreligger mellan hur väl varje fall kan studeras och hur många som studien kan täcka in. Antalet företag som har studerats har därför begränsats till fem, vilket är för litet för att kunna dra några statistiskt säkra slutsatser. Syftet med denna studie är istället att belysa området genom att illustrera hur frågan har hanterats i fem olika fall, vilka sedan kan bidra till en mer generell diskussion och vidare forskning på området.

Studien avser endast värdering i samband med uppköp och inga fall av sammangåenden har sålunda studerats. Företagsvärderingar kan även göras i andra ändamål och även om flera av studiens slutsatser kan vara applicerbara på dessa fall kommer enbart värdering i samband med uppköp att studeras. Avsikten med studien är inte heller att belysa frågeställningar rörande varför ett varumärkesstarkt företag förvärvas, även om fallföretagens motiveringar till uppköpen redovisas i ett led i förståelsen av uppköpet. Då denna information riskerar att vara vinklad kommer inga slutsatser inom detta område att kunna dras med säkerhet. Värderingens utformning är avgörande för vem värderingen görs samt i vilket syfte (Fernández, 2001) och värderingen antas i denna studie att ligga som beslutsgrund till det förvärvande bolagets ledning. Vi avser inte att besvara frågan om huruvida uppköpen är lönsamma eller inte (dock visar tidigare forskning på att så ofta inte är fallet). Som tidigare nämnts kommer fokus inte att ligga på svårigheter i själva hanteringen av varumärket i överföringen från ett bolag till ett annat, även om dessa frågeställningar delvis är överlappande med svårigheter gällande själva värderingen av varumärken. Slutligen är studien ej av normativ karaktär i den mening att vi inte avser att avgöra om fallföretagen har "värderat rätt". Vi ställer oss istället frågande till om en sådan värdering finns då det beror på i vilket syfte, för vem och inte minst när värderingen och utvärderingen görs. Vidare avser vi endast kommentera de parametrar i värderingen som kan tänkas påverkas av varumärket och följaktligen kommer andra värderingsfrågor såsom uppskattningen av den framtida inflationen och val av lämplig diskonteringsränta inte att belysas närmare i denna studie.

Ett varumärke kan ha olika betydelser. Enligt svenska Patent- och Registreringsverket kan ett varumärke också definieras som: "ett kännetecken som företag använder för att skilja sina varor och tjänster från andras. Ett varumärke kan vara ett ord eller någon annan grafisk symbol som kännetecknar en vara eller en tjänst" (Patent- och Registreringsverket, 2006a) och kan skyddas av Patent- och registreringsverket (Patent- och Registreringsverket, 2006b). En liknande definition ger

den svenska varumärkeslagen som definierar ett varumärke som ett ”särskilt kännetecken för varor som tillhandahålls i en näringsverksamhet. Ett varumärke kan bestå av alla tecken som kan återges grafiskt, särskilt ord, inbegripet personnamn, samt figurer, bokstäver, siffror, och formen eller utstyrseln på en vara eller dess förpackning, förutsatt att tecknen kan särskilja varor som tillhandahålls i en näringsverksamhet från sådana som tillhandahålls i en annan” (Varumärkeslagen 1960: 644 1 §).

I denna uppsats avser vi dock en mer komplex betydelse av ett varumärke som handlar mindre om rättsliga aspekter och mer om varumärket som en komplex symbol med en djupare mening (Kotler, 2002). Det svenska begreppet varumärke kan innefatta två betydelser; nämligen *trademark* som syftar på den juridiska delen och *brand* som syftar på den kommersiella delen (Melin och Urde, 1997). Uppsatsen bygger på betydelsen av *brand* som definition av ett av varumärke. Ett varumärkes kan definieras som ett namn, symbol, design eller en kombination av dessa, som används för att identifiera varor och tjänster och differentiera dem från de hos konkurrenter. (Bennett, 1988). I denna uppsats kommer vi att utgå från denna definition då vi talar om varumärken eftersom den både är förenlig med varumärket ur ett kommersiellt perspektiv samt utgör en tydlig definition.

1.4 Disposition

Uppsatsen kommer att disponeras enligt följande; Vi kommer först att presentera teorier om varumärken, uppköp, värdering och specifik varumärkesvärdering som uppsatsen baseras på. Vi försöker sedan brygga över de teorier som beskriver varumärkets värdegenererande egenskaper och ansatser att värdera vid ett uppköp. Därefter kommer vi att redogöra för vårt val av metod. Empirin från studien av våra fallföretag presenteras sedan. Efter det kommer studiens resultat att diskuteras och de viktigaste slutsatserna samt förslag på framtida forskning presenteras därefter. Studiens reliabilitet och validitet kommer slutligen att diskuteras.

2. Teori

2.1 Uppköp och varumärken

Kärnan i ett uppköp är att skapa en strategisk fördel genom att betala för en existerande affärsverksamhet och integrera den i det uppköpande företags strategi. Generellt är det företags

grundläggande strategi som avgör huruvida uppköp eller organisk tillväxt är den mest kostnadseffektiva lösningen (Lorange, 1994). Detta torde utan problem kunna appliceras även på fall då bolag med starka varumärken förvärvas. Uppköp av bolag med starka varumärken kan också motiveras av att företag helt enkelt *inte kan* utveckla dessa resurser internt och att varumärkena inte kan köpas som separata enheter på den öppna marknaden (Capron och Hulland, 1999). Uppköp kan vara ett företags enda väg att skaffa sig en komparativ marknadsfördel på grund av problem sammankopplade med imitation, substitution och innovation (Capron och Hulland, 1999).

Eftersom en ny enhet skapas efter förvärvet är det nödvändigt att uppskatta de synergier som uppköpet innebär (Lorange, 1994) vilket innebär att beroendet mellan olika delar måste beaktas. Orsaken till detta är att då positiva synergier existerar blir enhetens totala värde större än summan av de enskilda delarna (Larsson, 1989). Synergierna efter ett uppköp kan delas upp i kostnadsrelaterade och intäktsrelaterade. Varumärken hos målbolagen kan användas av det förvärvande bolaget för att utöka produktlinjen och därigenom öka kvaliteten (Capron och Hulland, 1999) eller för att möjliggöra försäljning av målbolagets och det förvärvande bolagets produkter till samma kunder (Larsson, 1989) och därmed nå kostnadsbaserade synergier. Genom att förvärva varumärken kan intäktsbaserade synergier också uppnås genom att det förvärvade varumärket har en dominerande position, vilket öppnar upp för nya möjligheter och marknader (Kapferer, 1992). En portfölj med minst två varumärken kan ge skalfördelar genom att utnyttja gemensam marknadsföring vilket skapar kostnadsrelaterade synergier mellan varumärken i företagets portfölj (Kapferer, 1997). Vidare kräver synergier mellan varumärken att aktiviteter är relativt högt korrelerade (Larsson, 1989).

2.2 Värdet av ett varumärke

Ett varumärke kan anses ha fyra nivåer av mening; attribut, fördelar, värden och personlighet och är alltså en komplex symbol. Starka varumärken har ett högt varumärkesvärde vilket innebär en hög varumärkeslojalitet, varumärkeskännedom, upplevd kvalitet, starka varumärkesassociationer och andra tillgångar som patent och relationer (Aaker, 1991). En stark kundlojalitet medför ofta att varumärkets försäljning inte påverkas av att konkurrerande varumärken finns att tillgå till lägre priser (Kotler, 2002). Vidare innebär ett starkt varumärke ofta lägre marknadsföringskostnader i relation till intäkter, en bättre förhandlingsposition gentemot återförsäljare samt en hög trovärdighet vilket innebär att det är lättare att expandera verksamheten till nya områden (Kotler, 2002). Ett starkt varumärke innebär också att det är lättare att uppnå en hög marknadsandel (Boulding, Lee

Ett starkt varumärke kan anses överleva länge och utgöra en stor del av ett företags värde. I en studie som gjorts av interbrand tillsammans med JP Morgan visade att varumärken i genomsnitt utgör mer än en tredjedel av aktieägarnas värde. Världens mest värdefulla varumärke Coca-Cola är mer än 120 år gammalt och de flesta av de mest värdefulla varumärkena har existerat i mer än 60 år (Lindemann, 2004).

Vidare har ett starkt varumärke ofta en kundbas som svarar lättare på marknadsföring och nya produktlanseringar vilket innebär accelererade kassaflöden som ökar värdet för aktieägarna. En annan konsekvens är att mindre marknadsföring krävs vilket innebär att kostnaderna för försäljning och marknadsföring är lägre, vilket i sin tur innebär större kassaflöden. Kassaflödena blir även mindre volatila eftersom en lojal kundbas finns. Slutligen blir kassaflödenas horisontvärde större för ett starkt varumärke eftersom en lojal kundbas minskar risken och därmed också diskonteringsräntan. (Srivastava et al. 1998).

Ett varumärke kan också ses som en tillgång som genererar högre marginaler för varje såld produkt samt större volymer jämfört med en likvärdig produkt som inte är kopplad till ett starkt varumärke. Utöver detta ger varumärken även upphov till ytterligare tillväxtmöjligheter som exempelvis geografisk tillväxt, tillväxt genom nya distributionskanaler, nya differentieringsmöjligheter och möjlighet att expandera till nya marknadssegment (Fernández 2001). Fernández (2001) har utarbetat en modell för att illustrera vad som påverkar varumärkets värde (de så kallade *brand value drivers*):

Figur 1. Varumärkets värdedrivare

Brand Value						
Differential flows		Required return			Communication	
Differential return expectations	Differential growth expectations	Risk-free interest	Market Risk premium	Differential Operating risk	Differential financial risk	Quality perceived and offered

- En högre förväntad avkastning (Differential return expectations) påverkas i huvudsak av; tidsperiod av konkurrens fördel, skillnad i sysselsatt kapital, skillnad i bruttomarginal (ytterligare försäljning minus skillnad i kostnad sålda varor), lagstiftning och varumärkesskydd, konsumentlojalitet samt emotionella fördelar.
- En högre förväntad tillväxt (Differential growth expectations) påverkas i sin tur av;

kundrelationer, inträdesbarriärer på marknaden, uppköp/avyttringar av företag, ledarskap på marknaden, konkurrenssituationen på marknaden, nya produkter/affärsmöjligheter, teknologisk utveckling samt reala tillväxtmöjligheter.

- Skillnaden i operationell risk påverkas i huvudsak av; lagstiftning, varumärkets grad av internationell igenkänning, av marknaden uppskattad risk och företagets finansieringsstruktur.

Skillnaden i finansiell risk påverkas i huvudsak av; varumärkets och företagets likviditet, varumärkets storlek samt riskhanteringen.

Varumärken kan ses som de mest hållbara tillgångarna i ett företag men värdet av ett varumärke är inte konstant utan behöver underhållas (Kotler, 2002; Kapferer, 1997), vilket kan vara mycket kostsamt (Aaker, 1996). Ett starkt varumärke är i första hand beroende av en lojal kundgrupp och detta bör vara fokus i arbetet med att underhålla ett varumärke (Kotler, 2002). Förmågan att underhålla ett varumärke är alltså både beroende av tillräckliga resurser och förmågan att förbli uppskattad av den lojala kundgruppen och varumärkets överlevnad är inte självklar. Det är många faktorer som påverkar huruvida ett varumärke förblir starkt; kunders preferenser ändras med tiden, nya teknologier utvecklas och varumärkets symboler och kampanjer ”slits ut” med tiden (Kapferer, 1997).

Vidare blir ett starkt varumärke ofta föremål för kritik från aktivister och potentiella företagsskandaler kan hota starka varumärken som tagit lång tid att bygga upp (Spar och LaMure, 2003). Detta innebär att starka varumärken är en tillgång som är känslig för extern kritik och opinion.

2.3 Värderingsmodeller

Värdering av företag görs vanligtvis för hela företaget som en enhet, men det är också möjligt att värdera enskilda tillgångar. Detta kan dock vålla stora svårigheter, framför allt med att särskilja kassaflöden, och utförs oftast endast i särskilda fall vid uppköp där företaget är relativt lågt värderat och har mycket likvida tillgångar (Söderström, 2006-10-30).

2.3.1 Traditionella värderingsmetoder

De förmodligen vanligaste sätten att värdera ett företag härstammar från en och samma idé om att värdet på företaget är summan av nuvärdet av diskonterade framtida förväntade betalningsströmmar som företaget genererar till sina ägare. Diskonteringen sker till kapitalkostnaden vilket grundar sig i tanken att betalningsströmmarna kan vara riskfyllda samt att värdet av pengar idag är, *ceteris paribus*, större än värdet av pengar i framtiden. Ur denna idé har olika ansatser till företagsvärdering vuxit fram men fortfarande ska samtliga värderingsmodeller ge samma resultat om de appliceras konsekvent (Koller et al, 2005). Ett antagande som samtliga modeller bygger på är dock att kongurensprincipen⁴ gäller, vilket inte kan ses som ett starkt antagande om företags redovisning upprättas i enlighet med IFRS/IAS eller US GAAP (White et al, 2003). Vidare antas företaget inte gå i konkurs. Av värderingstekniska skäl är vanligt att dela upp värderingsperioden i en mer detaljerad del och en efter en horisonttidpunkt där det antas att företaget utvecklas i konstant takt (företaget går i en så kallad *steady state*) (Koller et al, 2005).

Värderingansatserna kan delas upp efter huruvida de ämnar värdera det egna kapitalet direkt eller indirekt genom att först värdera totala operativa nettotillgångar och sedan subtrahera finansiella nettoskulder⁵. En uppdelning av tillgångar och skulder som operativa eller finansiella är då nödvändig (Koller et al, 2005). En direkt värdering bör baseras på betalningsströmmen till aktieägarna medan det relevanta kassaflödet vid ett indirekt angreppssätt är företags kassaflöde före transaktioner med dess investerare (Bild, 1998). Modellerna kan även delas upp efter huruvida de grundar sig på redovisade värden eller kassaflöden (White et al, 2003), i enlighet med figur 2.

Figur 2. Huvudsaklig uppdelning av värderingsansatser

	Redovisnings- baserade	Kassaflödes- baserade
Indirekt	VAV	DCF
Direkt	RIV	DIV

4 Enligt kongurensprincipen ska alla förändringar i det egna kapitalet ha påverkat resultaträkningen, med det enda undantaget av direkta transaktioner med företags ägare genom exempelvis utdelningar eller nyemissioner (White et al, 2003).

5 Finansiella nettoskulder utgörs av finansiella skulder minskat med värdet för finansiella tillgångar. Om företaget har minoritetsägare kan dessa hanteras på olika sätt, men vanligast är att se deras bidrag till finansieringen som en del av de finansiella skulderna. (Koller et al, 2005).

En mängd modeller har florerat, men bland de vanligare förekommande modellerna kan nämnas:

- *Diskonterade utdelningar* (härefter kallad DIV-modellen), i vilken summan av nuvärdet av framtida förväntade nettoutdelningar (DIV, vilka motsvarar utdelningar till ägarna efter med nyemissioner och andra transaktioner med ägarna), diskonterat tillbaka med hjälp av ägarnas avkastningskrav (r_E), utgör värdet för bolagets egna kapital. Modellen bygger på att värderingen sker vid årets början och att alla nettoutdelningar sker vid årets slut (Skogsvik, 2002).

$$\text{Värde}(\text{EgetKapital}) = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_t}{(1+r_E)^t} + \frac{V_T}{(1+r_E)^T} \quad (1)$$

där V_T = förväntat värde av Eget Kapital vid horisonten $t = T$.

- *Discounted Free Cash Flow* (härefter kallad DCF-modellen), vilken bygger på DIV-modellen och genererar samma värde förutsatt att betalningar till andra än ägarna genererar en avkastning som motsvarar ägarnas avkastningskrav (Bild, 1998). Denna modell använder sig av den indirekta metoden att värdera företagets egna kapital genom att först värdera de totala operativa nettotillgångarnas värde och sedan dra av värdet för finansiella nettoskulder. De totala operativa nettotillgångarna värderas genom diskontering av framtida förväntade fria kassaflöden (FCF)⁶ som finns tillgängliga till företagets alla investerare. Analogt används en diskonteringsränta som speglar företagets vägda avkastningskrav (r_{WACC}) (Koller et al, 2005). De fria kassaflödena kan beräknas på olika sätt, men fundamentalt ger de uttryck för kassaflöden från företagets operativa verksamhet minus de investeringar som krävs för att hålla företagets tillgångar i befintlig produktions kapacitet. Dessa kan sedan användas för att bekosta tillväxt, återbetala lån eller delas ut till ägarna (White et al 2003).

$$\text{Värde}(\text{EgetKapital}) = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+r_{WACC})^t} + \frac{EV_T}{(1+r_{WACC})^T} - \text{FinansiellNettoskuld} \quad (2)$$

$$\text{där}^7 r_{WACC} = \frac{E}{E+D} * r_E + \frac{D}{E+D} * r_D * (1-T_C) \quad (3)$$

T_C = Företagets effektiva skattesats och EV_T = Värde av totala Operativa Nettotillgångar vid horisonten $t = T$.

- *Value Added Valuation* (härefter kallad VAV-modellen), värderar också det egna kapitalet

⁶ På engelska benämns dessa oftast som "free cash flow" och brukar därför förkortas FCF.

⁷ Minoritetsintresse kan även inkluderas i vikten för ägarnas egna kapital eller alternativt behandlas som en separat term. Vidare uträknas r_D efter skatt eftersom företagets skattesköldar från räntekostnader har ett värde och räntekostnaderna har exkluderats från beräkningen av FCF (Koller et al., 2005).

indirekt som i DCF-modellen, genom att först värdera företagets operativa nettotillgångar och sedan dra av finansiella nettoskulder. Nuvärdet av de operativa nettotillgångarna utgörs av summan av det redovisade värdet vid värderingstidpunkten, nuvärdet av framtida operationell extra avkastning samt nuvärdet av framtida förväntad goodwill/badwill av de operativa nettotillgångarna efter planeringshorisonten. Modellen är härledd ur DCF-modellen och diskontering sker i likhet med denna till investerarnas vägda avkastningskrav (Skogsvik, 2002).

$$\text{Värde}(\text{EgetKapital}) = \text{ONA}_0 + \sum_{t=1}^T \frac{\text{ONA}_{t-1}(\text{RONA}_t - r_{\text{WACC}})}{(1 + r_{\text{WACC}})^t} + \frac{V(\text{ONA}_T) - \text{ONA}_T}{(1 + r_{\text{WACC}})^T} - \text{FinansiellNettoskuld} \quad (4)$$

- *Residual income valuation* (härefter kallad RIV-modellen), vilken direkt värderar det egna kapitalet och bygger på logiken att värdet av det egna kapitalet är summan av det redovisade värdet av företagets egna kapital vid värderingstillfället (BV_0)⁸, nuvärdet av framtida förväntade övervinster samt nuvärdet av en förväntad goodwill/badwill vid planeringshorisontens slut. De båda sista termerna tillbakadiskonterade till ägarnas avkastningskrav. Den sista termen motsvarar nuvärdet av framtida förväntade övervinster efter planeringshorisonten, vilken enbart kommer att bestå av ett uttryck för graden av konservatism i redovisningen. Övervinsterna motsvarar här ett mått på graden av extraavkastning företaget genererar till ägarna utöver deras avkastningskrav (Skogsvik, 2002).

$$\text{Värde}(\text{EgetKapital}) = BV_0 + \sum_{t=1}^T \frac{BV_{t-1} * (\text{ROE}_t - r_E)}{(1 + r_E)^t} + \frac{BV_T(MV_T / BV_T - 1)}{(1 + r_E)^T} \quad (5)$$

där ROE = räntabilitet på det egna kapitalet och MV = det verkliga värdet på det egna kapitalet.

- *Multipelvärdering*, Dessa modeller skiljer sig från de övrigt presenterade i den aspekten att de är statistisk baserad, medan de övriga är härledda ur kapitalvärdesteorier (Skogsvik, 2002). En av de vanligaste förekommande multiplarna är att jämföra företagets kvot av aktiepris dividerat med ett vinstmått (P/E-multipel). Genom att ta medianen av jämförbara företag, som bör finnas i samma bransch och bland annat ha samma avkastning och tillväxttakt, och sedan multiplicera detta med företagets vinstmått erhålls en indikation på vad företagets aktie borde vara värd (Koller et al, 2005). Fördelen med dessa modeller är att de är lätta att använda, dock till priset av flertalet brister. Exempelvis förutsätts att aktiepriserna är korrekta i den mening att de till fullo reflekterar all tillgänglig information (Skogsvik, 2002). Det föreligger även en stor risk att företagets framtida utveckling orealistiskt förenklas samt är

8 Det egna kapitalet ska vid värderingstidpunkten vara definierat efter årets transaktioner med ägarna.

lämpliga jämförbara företag i praktiken svåra att hitta och dessa modeller bör enbart användas som en konsekvenskontroll (Koller et al, 2005).

Användbarheten av värderingsmodeller beror ytterst på hur väl antaganden om företagets framtida utveckling är realistiska, men även längd av planeringsperioden, återinvesteringsbehov, residualt värde och val av diskonteringsränta påverkar värderingen (Koller et al, 2005).

2.3.2 Metoder för värdering av företag med starka varumärken samt varumärkesvärdering

En vanlig metod vid värdering av företag som innehar starka varumärken är att värdera ett identiskt företag utan ett starkt varumärke med hjälp av någon av de traditionella värderingsmetoderna och sedan addera värdet av varumärket (jmf Fernández, 2001). Ett varumärke kan vara en värdefull tillgång, men att mäta det faktiska värdet av ett varumärke är svårt (Barwise, 1990; Srivastava et al. 1998). Värdering av enskilda tillgångar kan vara problematiskt i sig (Capron och Hulland, 1999). Vad som huvudsakligen särskiljer varumärkesvärderingen är att en förståelse för vilka värden som detta ger upphov till är avgörande. Varumärkets specifika värden är dock svåra att identifiera och mäta för de flesta företag. Undantaget kan vara företag vars enda produkt är ett varumärke som det sedan låter andra använda i utbyte mot royalties då företagets totala värde är detsamma som värdet av varumärket. Om företaget däremot även tillverkar och säljer produkten uppstår svårigheten att bestämma vilken del av kassaflödet som genereras av varumärket och vad som genereras av själva produkten i sig (Fernández, 2001). Söderström menar dessutom att varumärkens potential kan vara svåra att bedöma eftersom de verkar latent och därmed inte ger några synliga direkta effekter samt eftersom de kan vara svåra att urskilja från andra värdeskapare. Varumärkesvärdering är dock motiverat då själva värderingsprocessen hjälper företaget att identifiera och värdera varumärket och vad som påverkar dess värde (Fernández, 2001).

Enligt Lindmann (2004) kan de modeller som är speciellt framtagna för att ta hänsyn till varumärken delas upp i tre huvudgrupper; *forskningsbaserade varumärkesvärdesvärderingar*, vilka baserar varumärkets värde i marknadstermer⁹, *finansiellt drivna metoder*, vilka huvudsakligen mäter varumärkets värde efter de historiska investeringar som gjorts i varumärket eller vad det

9 En nackdel med dessa är avsaknaden av värde i finansiella termer vilket bidrar till att användningsområdet är starkt begränsat.

skulle kosta att bygga upp eller köpa varumärket till dagens nivå¹⁰ samt *relativvärdering*, motsvarande multipelvärdering som beskrevs i stycke 2.3.1 Traditionella värderingsmetoder. Liknande svagheter återfinns dock även i det här fallet och kan till och med tänkas förstärkas då varumärken i sig är differentierade och möjligheten att finna jämförbara företag därför torde försvåras ytterligare. Varumärkens värdeskapande egenskaper kan vara väldigt olika även om företagen har liknande operativa verksamheter.

Fernández (2001) har gjort en mer detaljerad uppdelning och grupperat olika metoder som hittills har förekommit vid varumärkesvärdering. Varumärkets värde är enligt dessa metoder:

1. Marknadsvärdet av företagets aktier.
2. Skillnaden mellan marknadsvärdet och det bokförda värdet för företagets aktier. I vissa fall justeras det bokförda värdet och skillnaden benämns goodwill.
3. Skillnaden mellan marknadsvärdet och det bokförda värdet för företagets aktier minus ett uppskattat värde för humankapitalet.
4. Varumärkets återanskaffningsvärde.
 - 4.1. Nuvärdet av historiska investeringar i marknadsföring.
 - 4.2. Uppskattning av kostnaden som skulle krävas för att bygga upp varumärket till nuvarande igenkänningsnivå.
5. Skillnaden mellan värdet för företaget med varumärket och för ett motsvarande företag utan varumärke.
 - 5.1. Nuvärdet av det prispremium kunderna betalar för varumärket.
 - 5.2. Nuvärdet av den extra volym som varumärket ger upphov till.
 - 5.3. Summan av de två tidigare (5.1 och 5.2).
 - 5.4. Summan av ovanstående minus alla kostnader och investeringar som kan härledas direkt till varumärket.
 - 5.5. Skillnaden i aktiepris/försäljning (P/S), multiplicerat med företagets försäljning.
 - 5.6. Skillnaden i nettoresultat, multiplicerat med en multipel.

10 En nackdel med dessa ansatser är att investeringar i varumärket inte nödvändigtvis behöver betyda att det genererar en motsvarande värdeökning för företaget.

6. Nuvärdet av företagets fria kassaflöde minus kapitaliserade tillgångar multiplicerat med ett förväntat avkastningskrav.
7. Värdet av möjligheten av att kunna sälja till ett högre pris och/eller en större volym och tillväxtmöjligheten genom nya distributionskanaler, nya marknader, nya produkter etc. genom varumärkets existens.

Det kanske vanligaste sättet att värdera ett varumärke är genom användandet av en multipelvärdering förespråkad av bland andra *the InterBrand Group*¹¹. Värdet på varumärket uppskattas då genom att de ytterligare vinsterna som själva varumärket genererar multiplicerat med ett P/E-tal som baserats på varumärkets styrka samt produktkategoriens attraktionskraft. Ett starkt varumärke i en mer önskvärd kategori ger här ett högre P/E-tal. Intuitivt ökar P/E-talet och därmed också värdet på årets vinst då risken minskar och den framtida tillväxtpotentialen ökar. Möjligheten till manipulation av vinstmått har dock diskuterats som ett tänkbart tillkortakommande med användningen av det i värderingssammanhang (Srivastava et al., 1998).

Vilken metod som föredras beror bland annat på hur definitionen av varumärke är utformad. För vem och i vilket syfte värderingen görs är också avgörande för vilken metod som är att föredra (Fernández, 2001). Samtliga metoder medför problem, men graden av dessa varierar starkt. För att kunna göra prognoser för framtiden är det nödvändigt att göra vissa antaganden, till exempel för framtida försäljningsnivåer och marginaler. Kvaliteten av antaganden är dock avgörande för det uppskattade värdet av företaget och återkommande kritik av utförda värderingar har grundat sig på orimliga antaganden om framtiden.

2.4 Diskussion om teoretiska konsekvenser på värderingen

De värden samt problem varumärken uppvisar kan tänkas både underlätta och försvåra en företagsvärdering.

Ett mått på varumärkesstyrka enligt Interbrands är graden av lojalitet hos kunderna (Fernández, 2001). En hög kundlojalitet bidrar till att företagets produkter är under hög och jämn efterfrågan. Den höga efterfrågan höjer företagets intäkter och därför också marginaler. Marginaler och framför

11 Denna skulle motsvara metod 5.6 enligt Fernández (2001) uppdelning.

allt bruttomarginal har visat sig vara en av de viktigaste parametrarna i företagsvärderingar och det är främst här som varumärken ger finansiella konsekvenser. Vi menar i enlighet med Koller et al (2005) att en stabilare efterfrågan förenklar arbetet med att göra prognoser för framtida kassaflöden. Lojala kunder kan även bidra till att företagets värde förväntas bestå över lång tid. Detta kan innebära att även kassaflöden på lång sikt då företaget nått steady state, vilka fångas upp i horisontvärdet, blir lättare att bedöma.

Företag med starka varumärken får snabbare respons på sin marknadsföring, vilket kan innebära att kassaflöden accelereras (Srivastava et al., 1998). Vi tror att detta kan innebära att företaget snabbare får feedback på sina marknadsaktiviteter, vilket i sin tur gör bedömningarna av kassaflödena mindre osäkra eftersom de i högre utsträckning kan baseras på de nuvarande förutsättningarna.

Innan uppköpet saknar ofta det förvärvande bolaget full information om målbolaget (Lorange, 1994). Har ett grundligt förarbete dock gjorts, har det förvärvande bolaget i de flesta fall haft tillräcklig information för att kunna värdera målbolaget. När privata bolag säljs finns det oftast bara en säljare och processen blir mer lik en auktion. Informationstillgången påverkar delvis värdet på målbolaget och ytterst kan det leda till att ett köp inte blir av. I varumärkesstarka bolag kan dock informationen vara mindre känslig att lämna ut, eftersom varumärket som värdeskapare kan vara svår för konkurrenter att imitera (Karlsson, 2006-11-09). Detta innebär att informationstillgången är större och värderingen torde därför vara enklare att utföra.

En egenskap som särskiljer varumärken från de flesta andra tillgångar är att det kan förväntas generera värde för en mycket lång tid (Lindemann, 2004), förutsatt att företaget underhåller det och inte råkar ut för händelser som ändrar kundernas preferenser radikalt som exempelvis en företagsskandal. I värderingen av ett varumärke slipper man därför frågeställningar rörande den ekonomiska livslängden och uppskattningar av kostnader för att i framtiden ersätta sin tillgång.

Varumärken är enligt definitionen komplexa som värdeskapare. Ytterst ska dess effekter speglas i höjda marginaler, men vägen dit är inte självklar. Just det faktum att varumärken är marknadsmässiga tillgångar vars värde sedan ska uttryckas i finansiella termer, ställer krav på en överbryggning mellan finansiella teorier samt teorier om marknadsföringstillgångar för att kunna fånga varumärkets värde fullt ut i värderingar av varumärkesstarka bolag. Varumärkets värde är dessutom befästa med en hög grad av subjektivitet vilket försvårar en värdering av varumärken och

företag med starka sådana. Detta kan få som konsekvenser att varumärket blir felvärderat eller inte värderat alls eftersom dess värde antas vara för ”luddigt” för att kunna fångas upp på ett tillfredställande sätt.

En annan komplexitet förknippad med varumärket är kontextens betydelse då det ska överföras från ett bolag till ett annat. Varumärken ofta är knutna till rutiner, system och kulturer hos specifika företag vilket medför en hög organisatorisk komplexitet (Kapferer, 1992). Om varumärket kan tänkas vara starkt kopplat till den kontext det verkar i kan dess värde anses fångas upp bäst genom att värdera hela kontexten. Det är därför inte självklart att en explicit och separat värdering av varumärket i praktiken är att föredra vid värdering inför ett förvärv.

Ett tillvägagångssätt för att värdera en tillgång är att uppskatta vad det skulle kosta att köpa motsvarande tillgång på marknaden. Dessvärre är dessa värden svåra att uppskatta, speciellt för immateriella tillgångar som varumärken, eftersom dessa normalt inte handlas på en andrahandsmarknad. Till skillnad från många andra tillgångar finns det ingen aktiv marknad för varumärken som kan utgöra jämförbara värden (Lindemann, 2004 och Srivastava et al., 1998). Detta innebär värderingen blir komplicerad på två olika sätt. Dels saknas jämförbara värden att använda i värderingsmodellen och dels finns det en risk att ett bolag med ett starkt varumärke som förvärvats kan vara svårt att sälja loss i framtiden vilket medför en risk som kan vara problematisk att beakta i värderingen.

Företag med välkända varumärken kan också tänkas mer utsatta för skandaler av olika slag, inte bara för att de eventuellt granskas hårdare, utan även eftersom stora värden i varumärken snabbt riskerar att raderas då dessa är mer beroende av höga kundpreferenser och lojalitet än materiella tillgångar (Spar och LaMure, 2003). Att sedan bygga upp varumärkets värde igen kan vara en lång och kostsam process (Karlsson, 2006-11-09). Varumärken medför i denna mening en ökad risk för företaget, och kan därför påverka värderingen. Vi menar att värderingen exempelvis kan speglas i olika scenarier eller ytterst att avkastningskraven kan öka om risken är betydande och anses som odiversifierbar. Värderingen blir mer komplex då fler faktorer finns att beakta i värderingen. En viktig aspekt är att även om ett varumärke skadas hårt vid exempelvis skandaler, så är dess värde ändå inte noll efteråt. Att förutspå detta värde kan dock sägas vara mycket svårt (Karlsson, 2006-11-09).

Varumärken kräver underhåll för att dess värde ska bestå. Görs detta har varumärken en teoretiskt sett oändlig livstid. Underhåll i form av olika marknadsföringsaktiviteter är dock mycket kostsamma och det är svårt att direkt värdera deras effekter. Att stora investeringar historiskt har gjorts i marknadsföring av ett varumärke innebär inte automatiskt att det har ett högt värde (Karlsson, 2006-11-09). Det är därför svårt att bedöma vilken mängd marknadsföring som kommer att behövas i framtiden för att bevara eller öka varumärkets värde. Detta innebär att det blir svårt beakta dessa kostnader i värderingen. Dessutom är varumärkets livslängd ofta längre än för materiella tillgångar, vilket torde innebära att den är svårare att uppskatta eftersom den sträcker sig så många år framåt i tiden och mycket kan komma att förändras under denna tid.

Generellt sett återfinns de flesta högt värderade varumärkena bland företag som vänder sig till konsumenter. Varumärkenas värden beror till stor del på hur väl företagen lyckas sätta eller följa trender och leverera enligt kundernas preferenser. Detta gör att ett varumärkes värde påverkas mycket av förändrade kundpreferenser som är svåra att bedöma på förhand (Karlsson, 2006-11-09).

I portföljer med flera varumärken kan varumärkesrelaterade synergier uppstå. Intäkter kan öka genom att produktlinjen kan utökas och kvaliteten förbättras (Capron och Hullan, 1999) eller att nya möjligheter öppnas på marknaden genom att få tillgång till målbolagets eventuellt dominerande position (Kapferer, 1992). Kostnaderna kan minska genom att varumärkena marknadsförs till samma kunder (Larsson, 1989) eller att en större volym möjliggör skalfördelar i marknadsföringen (Kapferer, 1997). Det är svårt att på förhand bedöma hur väl en ny kombination av varumärken kommer att passa ihop eftersom varumärken per definition är komplexa symboler som är starkt beroende av subjektiva uppfattningar. Vi anser därför att det är ytterst komplext att beakta dessa effekter i värderingen av ett varumärkesstarkt bolag som ska adderas till den existerande varumärkesportföljen hos det förvärvande bolaget eftersom subjektiva tankar och känslor om nya kombinationer av komplexa symboler är svårt att förutspå. Dessa effekter är alltså svåra att beakta vid värderingen.

3. Metod

3.1 Metodval

För att öka förståelsen för vilka försvårande samt förenklande konsekvenser ett starkt varumärke

hos målbolaget kan medföra för värderingen vid förvärv och hur hanterar man dessa, har vi valt en kvalitativ ansats eftersom den syftar till en djupare förståelse samt också beskriver helheten (Holme och Solvang, 1997). En kvalitativ ansats har också motiverats av att vår frågeställning syftar till att beskriva verkligheten i de valda fallföretagen och jämföra dessa med teori (Merriam, 1994). Vi har valt att studera fem fallföretag eftersom informationen om kalkylen bakom ett uppköp kan vara känslig till sin natur och en mer rättvisande bild kan ges genom att samla information från fler än ett företag. Ett av fallföretagen föll dock delvis bort då det blev tydligt att det aktuella målbolagets varumärke inte ansågs starkt av det förvärvande bolaget. Varumärkets konsekvenser för värderingen blev därför högst begränsade att studera. Vi har emellertid valt att inkludera detta specialfall då det på ett bra sätt illustrerar omständigheter där ett varumärke saknar värde och därmed också hur ett varumärke kan generera värde. Eftersom en viss del av informationen företagen lämnar ut kan vara känslig presenteras företagen anonymt och kvantitativa uppgifter har skalats om. Våra data kommer sedan att jämföras med de teorier och modeller vi anser vara relevanta angående värdering av målbolag med starka varumärken och hantering av eventuella problem vid detta.

3.2 Val av fallföretag

Fallstudien avser fem uppköp av varumärkesstarka bolag gjorda av större, förvärvsaktiva svenska företag, där av redan nämnda skäl ett bortfall har skett. Förvärven vi valt att studera skulle dels inte enbart vara av finansiell karaktär (vilket dock torde vara relativt ovanligt då dessa pengar med fördel kan ges tillbaka till aktieägarna istället (Karlsson, 2006-11-09)) dels skulle det förvärvande bolaget ha en uttalad strategi att, åtminstone delvis, vilja växa genom uppköp. Vi ställde krav på de förvärvande bolag som skulle komma att studeras att de verkade i vinstdrivande syfte samt att de skulle de vara tillräckligt stora för att det ska vara troligt att de verkar i aktieägarnas intressen och att tillförlitlig dokumentation ska finnas att tillgå. Både det förvärvande som det förvärvade bolaget skulle vara svenska i den mening att huvudkontoret är och var vid tidpunkten för förvärvet belagt i Sverige. Detta möjliggjorde att dokumentation och kunskap om uppköpet var lättare att tillgå. En eventuell konsekvens av detta är dock att de uppköp som studerats kan vara av mer integrerande karaktär än då ett företag köps upp av en utländsk aktör, då graden av frihet för det förvärvade bolaget oftast är högre (Bild, 1998). Tillgång till, i författarnas mening tillräcklig, information för studiens ändamål var självfallet ett krav vid valet av fallföretag. Valet av företagen motiverades naturligtvis av att målbolagen vid tillfället för uppköpet hade ett starkt varumärke eller tidigare haft ett starkt varumärke med potential att väckas till liv.

Då litteratur i ämnet pekar på att starka varumärken som var av intresse för denna studie främst

återfinns bland konsumentföretag, har vikt lagts vid sådana (se exempelvis Capron och Hulland, 1999). Det var dessutom av yttersta vikt att de valda bolagen var villiga att ställa upp med information efter försäkran om anonymitet. Att det förvärvande bolaget eller det förvärvade bolaget gått med förlust vid tidpunkten för uppköpet betraktades inte som ett hinder då ett starkt varumärke kan existera bakom ett sämre finansiellt resultat (jmf Kapferer, 1997). Det förvärvande bolaget skulle dock ha förvärvat minst 90 % av aktierna i målbolaget för att samtliga synergier skulle kunna ha utnyttjats till fullo.¹²

För en definition av ett *starkt* varumärke har vi valt samma ansats som företaget *Interbrands* (Birkin, 1994). Enligt denna kan varumärkets styrka mätas som ett viktat medelvärde av följande sju parametrar (Fernández, 2001);

1. *Ledarskap*, en hög marknadsandel gör att varumärket uppfattas mer stabilt samt ger möjligheter att influera marknaden genom prisnivåer, distributionskanaler och hantering av konkurrenter etc.
2. *Stabilitet*, om varumärket har befästs över en längre tid eller är kopplat till en hög grad av kundlojalitet har det en hög stabilitet.
3. *Marknad*, stabila och växande marknader med höga inträdeshinder bidrar positivt.
4. *Internationell närvaro*, varumärken som verkar på internationella marknader tillskrivs högre värde än nationella eller regionala varumärken.
5. *Trendkänslighet*, ett varumärkes förmåga att följa trender i kundpreferenser.
6. *Support*, varumärken anses värda mer om det underhålls och investeras i regelbundet. Både kvantitet och kvalitet är avgörande.
7. *Skydd*, graden av och bredden av juridiskt skydd för varumärkets monopolistiska ställning.

Figur 3 beskriver fallföretagen utifrån dessa parametrar. Företag Erik är inte inkluderat här eftersom, som tidigare nämnts, detta fall delvis föll bort ur studien då varumärket inte ansågs som starkt av förvärvaren Emma.

12 Enligt Svenska Aktiebolagslagen krävs att minoritetens intressen även ska tillgodoses i samtliga beslut om minoritetens del är större än 10 %. (Bild, 1998)

Figur 3. Beskrivning av styrkan hos fallföretagens varumärken

	Anders	Bo	Carl	David
Ledarskap	Mycket hög Marknadsledare	Medel	Mycket hög Marknadsledare på flertalet produkter	Mycket hög Marknadsledare
Stabilitet	Medel Väletablerat varumärke men varierad kundlojalitet	Hög Väletablerat varumärke med lång tradition och lojala kunder	Hög Lång närvaro i branschen med hög och stabil lojalitet	Hög Väletablerat varumärke med hög kundlojalitet
Marknad	Hög Stabil efterfrågan med höga kapitalkrav som inträdesbarriär	Medel Stabil marknad men risk för nya aktörer bl.a. genom näthandel med lägre kapitalbehov	Medel Stabil marknad men risk för nya aktörer bl.a. genom näthandel med lägre kapitalbehov	Medel Stabil marknad men risk för ytterligare prispress
Internationell närvaro	Låg Enbart närvarande på den svenska marknaden	Låg Dock planer på utlandsexpansion	Medel Nordisk aktör	Medel Nordisk aktör
Trendkänslighet	Hög Produktsortimentet uppdateras kontinuerligt efter kundpreferenser	Hög Hög och växande medvetenhet om trender	Mycket hög Vänder sig till en modemedveten publik	Hög Ständigt förändrade kundpreferenser och trender följs till hög grad
Support	Hög Stora investeringar i marknadsföring	Hög Dels genom konceptbutiker och aktiv marknadsföring	Hög Omfattande marknadsföring	Hög Omfattande marknadsföring
Skydd	Skyddat varumärke	Skyddat varumärke	Skyddat varumärke	Skyddat varumärke

3.3 Metod för datainsamling

Som bakgrund till studien ligger diverse forskning inom områdena för varumärken och uppköp samt värderingsmodeller för dels företags- eller projektvärdering och dels specialiserade modeller för varumärkesvärdering. Fem fallföretag valdes ut efter kriterierna som nämnts ovan. Företagen kontaktades sedan via telefon och i samverkan med företagen utsågs lämpliga företagsrepresentanter utifrån vår frågeställning. Befattningar för dessa är koncernekonomidirektör, ekonomidirektör, marknadsdirektör och VD. Material samlades i huvudsak in med hjälp av intervjuer, men även årsredovisningar för de fem år som föregick samt ett år efter förvärvet studerades. Ett intervjuformulär (se Appendix) sammanställdes och skickades ut till företagsrepresentanterna ungefär en vecka innan intervjutillfället. Kontakt hölls med företagsrepresentanterna under hela studiens gång via e-post för att kunna förtydliga olika frågor från båda parter. Samtliga intervjuer bandades efter tillstånd från företagsrepresentanten för att undvika missförstånd vid datasammanställningen samt för att kunna gå tillbaka till intressanta delar och fördjupa sig i dem. Vid kvalitativa fallstudier används ofta mindre strukturerade intervjuer som semistrukturerade intervjuer där man på förhand utformar ett frågeformulär men under intervjun kan följa upp med intressanta frågor utifrån intervjuobjektets svar (Merriam, 1994), vilket vi har använt oss av för att ge intervjupersonerna möjlighet att utveckla intressanta resonemang för att möjliggöra en så rik datainsamling som möjligt. Varje enskild intervju tog ungefär en timme att genomföra. Efter sammanställningen fick varje företagsrepresentant tillfälle att läsa igenom och godkänna innehållet som behandlar det specifika fallet för att kunna kontrollera att innehållet var riktigt samt att företagets identitet inte röjts. För att öka vår förståelse inom ämnet samt för att identifiera viktiga aspekter inom området har även intervjuer genomförts med kunniga inom området. Således har dessa intervjuer karaktäriserats av en öppen diskussion utan på förhand strukturerade frågor. Information som har framkommit vid dessa intervjuer har även fungerat som komplement till teorier inom ämnesområdet.

4. Empiri

4.1 Fall A: Annas köp av Anders

4.1.1 Bolaget och dess bransch

Anna är ett väletablerat svenskt företag som är en del av en internationell koncern verksam inom livsmedelsbranschen med ett produktsortiment som är mycket väl inarbetat runt om i hela världen samt med en historia som sträcker sig flera hundra år tillbaka i tiden. Anna är ett konsumentföretag som bygger på starka varumärken som täcker flera produktgrupper och även målgrupper. Kvalitet, innovation och kundfokusering är ledord inom Anna. För ett par år sedan köpte Annas internationella koncern upp hela Anders och slog samman med Anna. Anders utgör i dagsläget den största delen av den svenska verksamheten och marknadsför en av Sveriges mest sålda produkter inom sin kategori sedan ungefär tjugo år tillbaka. Anna och Annas koncern har även tidigare varit förvärvsaktiva på den svenska marknaden såväl som internationellt.

Anna och Anders bransch karaktäriseras i dagsläget av hård konkurrens som inte bara kommer från aktörer inom samma segment utan även från närliggande segment inom livsmedelsbranschen. Dessutom upplever Anna en ökad press från konkurrenter inom private label i en av produktgrupperna. För att överleva den ökade konkurrensen upplever Anna att verksamheten måste göras mer kostnadseffektiv och distributionen håller i dagsläget på att rationaliseras.

4.1.2 Tillväxtstrategi

Den internationella koncernen föredrar att växa genom förvärv framför organisk tillväxt eftersom detta anses vara mer tidseffektivt. Ungefär tio förvärv av varierande storlek görs varje år. Skalfördelar är oerhört viktigt och Anna söker främst efter de bolag som är bland de ledande på marknaden. Den övergripande strategin är att förvärva lokala bolag som därefter rationaliseras och öppnar upp för Annas egna produkter. Emellertid kan konkurrenslagar hindra denna strategi i vissa länder då verksamheten redan har en dominerande ställning och ett uppköp inte är möjligt. Detta var dock inte fallet i Sverige då Anna slogs samman med Anders. Då Anna och Anders slogs samman var en av intentionerna att bli marknadsledande på den svenska marknaden eftersom den ökade konkurrensen krävde en hög volym för att vara tillräckligt kostnadseffektiv och därmed överleva. Anders varumärke var ett krav för att förvärvet skulle genomföras. Anna ser att ett starkt varumärke möjliggör större volymer, vilket är avgörande för att nå skalfördelar och därmed lyckas i branschen.

4.1.3 Målbolaget

Anders produkter var och förblir marknadsledande inom sitt segment på den svenska marknaden samt utgjorde ett starkt varumärke vid förvärvstillfället enligt vår definition. Målbolaget har en historia som sträcker sig ungefär 200 år tillbaka. Vid tillfället för sammangåendet med Anna var Anders i behov av en förnyelse. Anders hade länge varit marknadsledande, men hade bara kört på i gamla hjulspår och riskerat att missa nya trendväxlingar. Anna ville dock inte förändra Anders varumärke, utan bara se till att kontinuerliga innovationer gjordes. Anders kultur skilde sig från både Annas och Annas concerns. Dessutom hade och har Anna och Anders än idag skillnader i image mellan sina produkter och riktar sig till något olika målgrupper. Även om Anders är tänkt att vara ett mer prisvärt alternativ, kan emellertid Anna och Anders ibland konkurrera om samma kunder. Eftersom både Anders och Anna hade starka varumärken då Annas koncern förvärvade Anders fanns det planer på att uppnå synergieffekter genom att kombinera dessa starka varumärken och därmed få större order från kunderna än summan av de enskilda delarna skulle kunna ge. Anders starka varumärke var alltså ett av skälen till att det förvärvades av Annas koncern. Ett annat var dock, som sagt, att bli marknadsledande på den svenska marknaden eftersom den ökade konkurrensen krävde en hög volym för att vara tillräckligt kostnadseffektiv och därmed överleva. Eftersom Anders var marknadsledande inom sitt segment var det alltså lämpligt att förvärva.

4.1.4 Kalkylmetod

Anders granskades delvis genom att Annas koncern tog hjälp externt att utföra en due diligence¹³. Koncernen utförde själva värderingen av Anders genom att använda en DCF-modell där specifika effekter av Anders varumärke på omsättningen beräknades explicit, men ingen separat varumärkesvärdering gjordes. EBIT sågs som den huvudsakliga värdedrivande faktorn. Anna gjorde mer detaljerade prognoser för de första tre årens kassaflöden och sedan mer översiktliga kassaflödesberäkningar för tio år framåt i tiden. Orsaken till att en DCF-modell användes var att det fanns stora goodwillbelopp i Anders som fångades upp bra genom att använda denna modell. Anna var mer tveksam till att en redovisningsbaserad ansats skulle fånga upp dessa värden lika bra. Några alternativa värderingsförfaranden tog Anna i vissa fall hjälp av, men inte i fallet Anders. Kalkylerna

¹³ Vid en due diligence samlas mer detaljerad information för att utgöra en bas för en mer precis och uppdaterad värdering (Ernst & Young, 1994).

utgör en bas för att Anna ska gå vidare i ett förvärv, men emellertid spelar även andra faktorer som hur strategiskt förvärvet anses vara, in som inte har speglats i beräkningarna. Annas koncern upplevde att tillgången till information från målbolaget var god men de upplevde dock inte att den påverkats av det faktum att målbolaget hade ett starkt varumärke.

4.1.5 Varumärkesvärderingen

Annas koncern gjorde ingen separat värdering av Anders varumärke men uppskattar i dagsläget att varumärket utgjorde ungefär 50 % av det totala värdet. Huruvida koncernen betalade ett överpris för Anders varumärke har de också svårt att för närvarande svara på. De största svårigheterna med att bedöma Anders varumärke var att koncernen upplever att värderingar av varumärken innebär en hög grad av subjektivitet. Vidare uttrycker Anna att det är svårt att särskilja de värden som varumärket genererar. Historiska försäljningssiffror gav en viss fingervisning om hur starkt varumärket var, men Anna upplevde svårigheter med att mäta dess verkliga potential i den nya kontexten. Även om ingen explicit separat värdering av varumärket gjordes, prognostiserade Annas koncern för kostnader att underhålla varumärket genom att beräkna förmodade kostnader för marknadsföring under de kommande åren. För att bedöma den risk Anders varumärke medförde gjorde man också en uppskattning av de planer man hade vid förvärvet för de kommande åren. För dessa bedömningar användes en tidshorisont på tio år eftersom det är en allmänt vedertagen planeringsperiod. Inga avrundningar gjordes i beräkningarna. Varumärkets sårbarhet för eventuella skandaler beaktades inte eftersom koncernen har resurser att sätta in för att lösa sådana kriser om de skulle uppstå. Koncernen upplever att det faktum att Anders hade ett starkt varumärke underlättade värderingen eftersom kassaflöden blev mer stabila. Livslängden av Anders starka varumärke betraktades vid förvärvet som potentiellt oändligt men koncernen var också medveten om att vissa varumärken efter hand upphör och menar att det är svårt att bedöma livslängden på förhand. Istället visar det sig genom försäljningssiffrorna efter hand om varumärket överlever. Som sagt så fanns det planer på att uppnå synergieffekter genom att kombinera två starka varumärken och därmed få större order från kunderna än summan av de enskilda delarna skulle kunna ge då Anna och Anders slogs ihop. För dessa synergieffekter gjordes emellertid inga beräkningar utan istället användes ”sunt förnuft”.

Sammanfattningsvis anser Annas koncern att styrkan i deras modell att värdera hela Anders var enkelhet medan det problematiska med att värdera ett varumärkestarkt bolag är subjektivitet i bedömningarna.

4.2 Fall B: Bodils köp av Bo

4.2.1 Bolaget och dess bransch

Bodil verkar inom konfektions- och modebranschen. Bodil beskriver själv denna bransch som relativt stabil med ett fåtal aktörer. Innan uppköpet av Bo hade Bodils huvudägare även innehaft rättigheterna för ett mindre antal väletablerade varumärken som hon hade varit med och stärkt varumärket för. Både Bo och koncernen som Bo tidigare tillhörde gick med förlust innan köpet skedde. Bos tidigare koncern ställde sig först negativa till att sälja Bo, men enligt Bodil insåg de sedan att de inte kunde driva Bo med vinst inom den existerande strukturen eftersom de förhoppningar de hade haft om att Bo skulle komplettera den geografiska täckningen av marknaden inte uppfyllts. Bo separerades då från sin tidigare ägare och blev ett separat bolag som såldes till Bodil. Bodil fick stöd av en riskkapitalist och kunde sedan köpa hela Bo.

I samband med uppköpet startade Bodil en omfattande omstrukturering av Bo där funktioner som inköp omvandlades från kostnadsställe till resultatcenter och butikerna fick ett nytt utseende. Produktsortimentet förändrades genom att vissa delar togs bort och nya introducerades samtidigt som Bo rörde sig mot ett högre kostnadssegment. Bodils uppfattning är att Bos varumärke har stärkts efter uppköpet och detta har varit möjligt tack vare Bos höga kundlojalitet som grund. Detta kommer främst till uttryck genom ökade försäljningssiffror. Varumärket förväntas kunna växa ytterligare i Sverige och en utlandsexpansion är planerad.

4.2.2 Tillväxtstrategi

Bodils tillväxtstrategi kan beskrivas som en kombination av organisk tillväxt och förvärv. Det finns i dagsläget inga planer på att köpa någon annat större företag, men Bodil är på ständig jakt efter nya affärslägen. En utvärdering av den nya affärsmodellen ligger som underlag till hur den framtida tillväxtstrategin ska utformas. En tillväxt skulle å ena sidan medföra skalfördelar då funktioner som administration i dagsläget inte bedöms behöva utvidgas, men å andra sidan ställer tillväxt krav på likviditet. De främsta orsakerna till att Bodil valde att förvärva ett väletablerat varumärke istället för att bygga upp ett från grunden internt var att det bedöms vara betydligt billigare, mindre riskfyllt och snabbare.

4.2.3 Målbolaget

Bo har en lång historia och är ett välkänt varumärke i sin bransch. Under 1990-talet bytte dock företaget delvis inriktning och satsade på utvidgad volym på bekostnad av lägre marginaler.

Potentialen i Bos varumärke var ett viktigt motiv till valet av Bo. Enligt Bodil var en tillräckligt stor kritisk massa även en avgörande egenskap i valet av Bo eftersom det då var möjligt att lönsamt bedriva en egen produktutveckling. Även aspekter som affärslägen och kompetent personal var viktiga vid valet av Bo, det senare då ett mål med förvärvet var kunskapssynergier.

4.2.4 Kalkylmetod

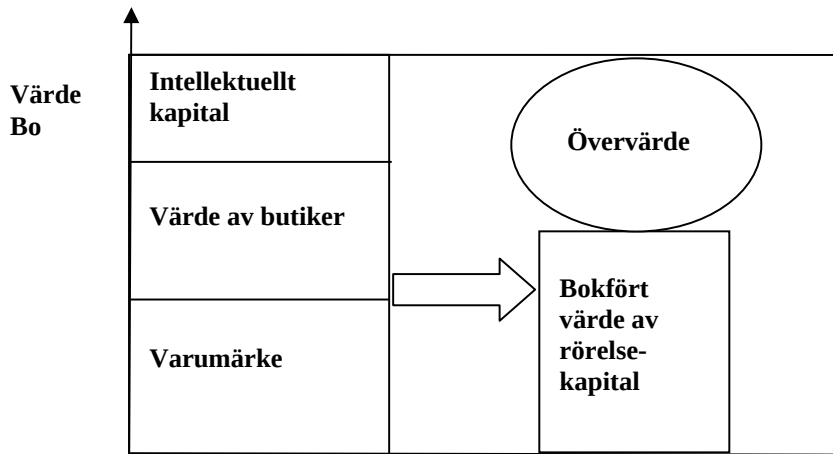
Bodil utförde värderingen på egen hand, men tog hjälp externt i due diligence processen. Som grund för värderingen låg värdet av Bos rörelsekapital och till detta tillkom ett övervärde som motsvarar goodwillbeloppet. Genom detta förfaringssätt ansåg Bodil att dolda övervärden utöver tillgångarna i Bo fångades på ett bra sätt. Emellertid blev fallet i praktiken att dessa till stor del avgjordes utifrån förhandlingsprocessen. Bodil anser att värderingar i grunden är godtyckliga och att andra förfaringssätt som exempelvis multipelvärderingar ofta är missvisande. Istället är det själva förhandlingen som står i centrum i uppköpet. Bodil anser att tillgången på information var god, men att utfallet emellertid alltid visar sig vara lite sämre än vad man först har tänkt sig. Dock upplevde de inte att den påverkats av det faktum att målbolaget hade ett starkt varumärke.

4.2.5 Varumärkesvärderingen

Enligt Bodil utgjorde Bos varumärke tillsammans med personalen och butikerna hela värdet av Bo. Den största svårigheten med värderingen som varumärket medförde var främst att godtyckligheten ökade. Detta ledde till att man genom olika resonemang försökte bygga upp olika scenarier. Avgörande för varumärkets framtida värde var hur väl den nya affärsmodellen fungerade för Bos varumärke. Att varumärket på något sätt skulle ha underlättat värderingen har Bodil däremot svårt att se. Tvärtom stör det den kritiska synen på vad värdet av varumärket faktiskt är. Varumärket kan dock ge andra fördelar som att förenkla finansiering och rekrytering. Bodil ansåg inte att varumärket i sig bidrog till en större total risk för bolaget eftersom faktorer som kan öka risken kompenseras av de ytterligare möjligheter ett varumärke innebär. Någon bestämd livslängd på varumärket har inte uppskattats, men verksamheten i stort prognostiserades två år in i framtiden då den nya affärsmodellen ska vara implementerad fullt ut. En ny prognos kommer sedan att utvecklas efter utvärderingen av de två första åren. Då det huvudsakligen var mjuka värden som skulle

värderas menar Bodil att många emotionella tankar kan tänkas spela in som kan leda till mindre träffsäkra finansiella värden. Av denna anledning försökte Bodil lämna dessa frågor åt sidan i uppköpet och istället fokusera mer på målbolagets bokföringsvärde och ett övervärde.

Figur 4 Bodils värderingsansats



4.3 Fall C: Cecilias köp av Carl

4.3.1 Bolaget och dess bransch

Cecilia är ett väletablerat bolag med flera kända och relativt fristående varumärken i sin portfölj och befinner sig, liksom Carl, också inom konfektions- och modebranschen. Bolaget vänder sig till kvalitetsmedvetna kunder som inte söker efter det lägsta priset. Cecilia har gjort ett flertal förvärv med positiva resultat under de senaste åren, där köpet av Carl utgör ett exempel.

Cecilia och Carls bransch kännetecknas av ökade krav på flexibilitet och korta ledtider för att hantera konkurrensen. Branschen är mättad men goda möjligheter för tillväxt finns troligtvis för bolag som klarar den nya strukturförändringen. För att klara de allt snabbare förändringarna i branschen är stordriftsfördelar viktigt vilket medfört en konsolidering i branschen.

4.3.2 Tillväxtstrategi

Cecilias strategi är att växa både organiskt och genom förvärv. Organiskt växer man till exempel genom att etablera nya butiker och exempel på förvärv är strategiska uppköp av färdiga verksamheter med ett etablerat varumärke, vilket var fallet då Carl förvärvades. För Cecilia är ett strategiskt förvärv ett förvärv som passar in i den långsiktiga strategiska planen, men orsakerna till uppköpen varierar. I snitt gör Cecilia ett stort förvärv om året men förvärv av storleken som uppköpet av Carl görs mer sällan. Syftena med de förvärv Cecilia gör är att skapa värde för aktieägarna genom att främst att skapa synergieffekter.

4.2.3 Målbolaget

Carls affärsidé är att vara en professionell leverantör till fyra olika målgrupper inom segmentet modemedvetna konsumenter samt hade, enligt studiens definition, ett starkt varumärke vid förvärvstillfället som existerat i ungefär femtio år.

Carls och de övriga varumärkena i Cecilias portfölj riktar sig till samma segment men har olika målgrupper och geografisk täckning. Carl passade vid förvärvet in i Cecilias femåriga strategiska plan och var en distributör som levererade en hög volym till mindre samt mellanstora städer där Cecilia ej var representerade. Genom att förvärva Carl kunde Cecilia erbjuda sina leverantörer en större volym, vilket är viktigt med tanke på de trender som råder i branschen. Eftersom Cecilias affärsidé är att arbeta med starka varumärken i sin portfölj var det viktigt att Carl hade ett starkt varumärke. Cecilia och Carl hade båda vid förvärvet en hög kompetens inom mode.

4.3.4 Kalkylmetod

Uppköpet av Carl var Cecilias första offentliga bud och tillvägagångssättet skiljde sig från tidigare förvärv där man utifrån en due diligence arbetat med förhandlingar som lett fram till en köpeskilling. Vid förvärvet av Carl gjordes istället en beräkning för värdet av målbolaget och det var sedan upp till Carls aktieägare att acceptera budet eller ej. Cecilia utförde värderingen av Carl genom att använda en DCF-modell. Vid slutförhandlingarna var det dock det totala aktievärdet plus en budpremie som betalades. Cecilia tog inte hjälp av någon extern rådgivare och en tidshorisont på tio år användes. Anledningen till att Cecilia använde en DCF-modell var att det är en etablerad modell som används av analytiker och därför är beprövad. DCF-modellen används även i fler typer

av värderingar inom organisationen, däribland vid de årliga impairmenttesterna samt vid andra uppköp men de kassaflöden som används varierar. Tillgången till information från Carl bestod enbart av offentlig information vilket innebar vissa problem att veta vad man egentligen köpte och Cecilia upplevde inte att Carls varumärke förenklade denna situation.

4.3.5 Varumärkesvärderingen

Cecilia gjorde en värdering av Carls varumärke separat och upplever att resultatet av denna var det samma som köpeskillingen för varumärkesdelen. Varumärket utgjorde nästan en tredjedel av det totala värdet för Carl. Carls varumärke värderades separat med hjälp av en DCF-modell baserad på royalties¹⁴ från Carls butiker som de betalar för att använda Carls varumärken. Dessa royalties beräknas genom att använda en schablon på tre procent av samma års omsättning. De framtida omsättningarna förväntas växa med först tio procent de fem närmaste åren, för att sedan avta och växa med åtta procent fram till tio år efter värderingstillfället. Kassaflödena från royalties diskonteras sedan tillbaka med en vald diskonteringsränta. Diskonteringsräntan tar inte hänsyn till eventuella risker med varumärket eftersom Cecilia anser att dessa risker fångas upp i omsättningen vilken utgör basen för de royalties som diskonteras.

Värde (varumärke) =

$$\sum_{t=1}^5 \frac{(1+g_1) * Royalties_t}{(1+r_{WACC})^t} + \sum_{t=5}^{10} \frac{(1+g_2) * Royalties_t}{(1+r_{WACC})^t} + \frac{(1+g_3)Royalty_{10}}{(r_{WACC} - g_3)} \bigg/ (1+r_{WACC})^{10} \quad (6)$$

Eftersom det finns en etablerad procentsats för att beräkna royalties anser inte Cecilia att det fanns några problem vid värderingen av Carls varumärke. Cecilia anser att ett starkt varumärke underlättar värderingen eftersom kassaflödena blir mer stabila men framför allt finns en etablerad royaltynivå att utgå ifrån genom den franchisemodell som målbolaget har.

Cecilia betraktade Carls varumärkes livslängd som oändlig vid förvärvet eftersom det är praxis i branschen att inte göra några nedskrivningar på varumärkesvärden. Cecilia medger dock att varumärkens värde går upp och ner men att det är för komplicerat att göra beräkningar på. Cecilia anser att det finns potentiella varumärkessynergier mellan Cecilia och Carl. Eftersom dessa är strategiska anses de vara konfidentiella och Cecilia vill inte räkna på dem eftersom de då blir

14 En franchisetagare som äger en butik betalar en serviceavgift till det bolag som var Carl (numera Cecilia) utifrån en etablerad procentsats av omsättningen.

offentliga i den publika budgivningen.¹⁵ En tidshorisont på tio år användes då detta fångar upp oändligheten i varumärket på ett bättre sätt även om de fyra första åren är de Cecilia egentligen anser sig ha möjlighet att göra vettiga bedömningar för. Varumärkets värde från ovanstående beskriven modell avrundades med ungefär fyra procent för att komma fram till ett jämnare värde.

Cecilia anser att den modell de använt för att värdera Carls varumärke är bra därför att den är enkel och ger ett trovärdigt resultat om förutsättningarna inte ändras. Modellen brister dock något i att den är teoretisk och har svårt att beakta vissa aspekter som till exempel möjligheter att förbättra affärsmodeller.

4.4 Fall D: Doris köp av David

4.4.1 Bolaget och dess bransch

Doris bolag består av ett stort antal kända varumärken som till största delen tillhandahåller dagligvaror inom livsmedelsbranschen. Anledningen till att Doris har flera starka varumärken i sin portfölj är att de olika varumärken tillgodoser olika behov och livsstilar som kan vara svåra att förena och varumärkena i portföljen är relativt fristående. I branschen råder en stark prispress från private label och för att överleva som bolag måste man antingen kunna konkurrera med priser eller kunna erbjuda ett starkt varumärke som skapar en relation med kunden.

4.4.2 Tillväxtstrategi

Doris växer genom en kombination mellan förvärv och organisk tillväxt. För att växa organiskt fokuserar man mycket på investeringar i innovation för att kunna erbjuda kunden ett mervärde som gör det möjligt att växa utan att konkurrera med priser. Att växa genom uppköp föredras då det inte finns tillräckligt med tid att växa organiskt. Doris anser dock att förvärv är ett dyrare sätt att växa och försöker att växa organiskt då det finns tillräckligt med tid för detta. Doris gör årligen fem till sex förvärv.

15 Detta är inte etablerad praxis (Söderström 2006-11- 21) men så var fallet vid förvärvet av Carl.

4.4.3 Målbolaget

Davids affärsidé är att tillverka och marknadsföra livsmedelsprodukter. Davids varumärke spelade en avgörande roll för att förvärvet genomfördes men även anledningar som att förvärvet skapade en bättre geografisk täckning samt nya tillväxtmöjligheter var av betydelse. Doris såg också möjliga synergieffekter vid förvärvet. Genom att kunna erbjuda en mer komplett produktportfölj skulle Doris bli mer attraktiv som leverantör. Dessutom skulle Doris på längre sikt kunna marknadsföra sig i gemensamma kanaler. Båda dessa synergimöjligheter relaterar till Doris och David som starka varumärken. Doris planerade att enbart utföra små justeringar av Davids varumärke och fortsätta att utveckla det kontinuerligt.

4.4.4 Kalkylmetod

Doris tog hjälp av externa aktörer för att utföra en due diligence av David. Bland annat tog bolaget hjälp av jurister och revisorer. Doris använde en DCF modell för att värdera David. Tillväxttakten och varumärkets framtida styrka sågs som huvudsakliga värde drivare för försäljningsnivå. Kassaflödena beräknades utifrån försäljningsdata uppdelat på olika produktgrupper. En tidshorisont på tio år användes eftersom Doris anser att det är en lagom tidsperiod som möjliggör rimliga prognoser. Därefter förväntas bolaget nå en konstant tillväxttakt. Diskonteringsräntan Doris använder är geografisk bestämd och därför samma för alla värderingar som utförs inom Norden och justerades inte för det specifika förvärvet av David. För att stämma av rimligheten i värderingen tog Doris hjälp av olika multiplar. Anledningen till att en DCF användes var att det är en etablerad metod i koncernen och de flesta medarbetare känner igen den. Doris tvivlade på att andra, mer redovisningsbaserade värderingsmetoder skulle fånga upp de immateriella värdena tillfredställande då Doris såg en diskrepans mellan de verkliga värdena och de bokförda. Doris upplevde att David var samarbetsvilliga och tillgången till information om David var god. Emellertid tror Doris inte att den påverkats av det faktum att målbolaget hade ett starkt varumärke. Vissa avrundningar gjorde av slutvärdet på David.

4.4.5 Varumärkesvärderingen

Davids varumärke utgjorde ungefär 50 % av bolagets totala värde. Varumärket var nödvändigt för att förvärvet skulle genomföras men i sig inte tillräckligt. Doris utförde inte någon separat värdering av Davids varumärke. Den främsta anledningen till detta var att en separerat värdering skulle göra

värderingen mer komplicerad och därmed svårare att kommunicera internt. Doris menar att det är viktigt att på ett tydligt, enkelt och trovärdigt sätt kunna argumentera för att styrelsen ska acceptera ett förslag och därmed också för att det ska vara genomförbart. Doris upplevde dock inte att det var svårt att hitta information för att göra en separat kvantitativ värdering av varumärket. Exempelvis är multiplar för varumärken lätt att få tag i genom olika databaser som finansiella rådgivare tillhandahåller. En kvalitativ ”värdering” gjordes emellertid av Davids varumärke genom att strategiska argument värderades. Inte heller de varumärkesrelaterade synergipotentialerna som identifierats kvantifierades eftersom de sågs som osäkra, svåra att kvantifiera samt att även en värdering av dessa skulle vara svårt att kommunicera till bolagets styrelse. Doris anser att ett starkt varumärkes immateriella egenskaper innebär att ett varumärke medför en ytterligare risk för problem relaterade till förändrade kundpreferenser och företagsskandaler. Doris har tidigare drabbats av att olika livsmedelskomponenter ifrågasatts i media. Ett varumärkes subjektivitet innebär i sig också en förhöjd risk. Emellertid medför ett starkt varumärke att det är lättare att kommunicera till styrelsen och aktieägarna eftersom trovärdigheten för beslutet att förvärva målbolaget ökar. Dessutom kan ett starkt varumärke även minska risken eftersom det innebär en lojalitet under en mycket lång tid och Davids varumärkes livslängd betraktades i den kvalitativa ”värderingen” som oändligt. Doris beaktade också det faktum att ett varumärke måste underhållas för att förbli starkt och kostnader för marknadsföring inkluderades därför i DCF modellen då hela Davids bolag värderades.

Doris anser att sättet Davids varumärke värderades kvalitativt var bra eftersom det gjorde det möjligt att kommunicera internt på ett tydligt sätt. En nackdel man dock ser är att vissa nyanser i varumärkets värde kan ha gått förlorade då det inte kvantifierades.

4.5 Fall E: Emmas köp av Erik

Fall E kan betraktas att delvis stå utanför studien då det under studien framkom att Emma ansåg att Eriks varumärke saknade värde. Vi har ändå valt att inkludera detta fall eftersom Emmas argumentation för att Eriks varumärke saknade värde har ett förklaringsvärde för hur ett varumärke kan generera värde. Det utgör ett extremfall där varumärket inte tillskrivs något värde alls.

4.5.1 Bolaget och dess bransch

Emma ser sin bransch, tele- och datakom, som mogen och penetrerad. I botten har Emma en funktionsidé som går ut på att tillhandahålla helhetstänkande kommunikationsmöjligheter och på detta bygger sedan en affärsidé om vilka segment och vilken positionering bolaget ska ha. Emma anser sig själv dock inte ha uppfyllt sin affärsidé till fullo i dagsläget.

4.5.2 Tillväxtstrategi

Emma menar att förvärv snabbt ger den kritiska massa som behövs för att kunna verka lönsamt. Det finns även andra faktorer som exempelvis politiska och geografiska som påverkar möjligheterna att växa organiskt, förutom det faktum att detta i många fall kan vara oerhört kostsamt. Förvärv av existerande bolag blir då den enda rimliga lösningen. I Sverige råder dock en hög konkurrens och mått i kritisk massa i branschen finns åtminstone en aktör för mycket. Emma har därför en tillväxtstrategi som bygger på både strategiska förvärv samt organisk tillväxt. Stordriftsfördelar är avgörande för lönsamheten och förmågan att målbolagen kan växa på egen hand är dock viktigare för Emma än eventuella synergieffekter. Ett strategiskt förvärv är för Emma ett innehav av en kritisk massa av kunder eller en potential att inom en mycket snar framtid uppnå denna samt att förvärvet är starkt i sitt segment eller har en utsatt position som gör det lätt att göra om varumärket. En medelmåttlig aktör är dock inte intressant.

4.5.3 Målbolaget

Förvärvet av Erik kan därmed i Emmas mening klassas som icke-strategiskt, eftersom Erik var en medelaktör på marknaden. Eriks varumärke var mycket välkänt, även om det hade relativt liten kundpreferens. Emma bestämde sig i stället snabbt för att byta namn på Erik. Detta medförde dock att kännedomen om varumärket skulle gå förlorad. Istället såg Emma möjligheten att markera för Eriks gamla kunder att företaget hade förbättrats och samtidigt göra Emma mer välkänd. Värde av Eriks varumärke var därför möjligheten att utnyttja detta som en katalysator samt några mindre värden i kundernas uppfattning om servicenivån. Den största risken i förvärvet låg i att kunderna inte skulle vara lojala. Värde på Eriks varumärke i sig hade aldrig tidigare lyckades överstiga värdet på produkterna och Eriks affärsidé slog aldrig igenom.

4.5.4 Kalkylmetod

Emma beräknade värdet för Erik internt men fick hjälp externt med due dilligence. Emma använde sig av en DCF-modell för att uppskatta Eriks värde vari en central värddrivare var antalet kunder. Affären gick väldigt snabbt och en av anledningarna till detta var att Emma och Eriks tidigare ägare från början var relativt eniga om priset. DCF-modellen valdes eftersom kassaflöden spelar en central roll inom Emma och förmågan att frigöra kapital är central för att kunna växa snabbt. En planeringshorisont på tio år användes, varav de första fem åren prognostiserades mer detaljerat. Inom denna period vill Emma att förvärvet ska ha återbetalat sig. Detta anses viktigt eftersom likviditetsbehovet är centralt. Fördelarna med DCF-modellen är enligt Emma att den bygger på ett tydligt scenario som sedan används som en mall i styrningen av företaget i framtiden. Emma anser även att den är relativt lätt att använda och förstå. En nackdel är dock att den kan underskatta återinvesteringsbehov, beroende på hur prognoserna har utformats. Kassaflödet ses som ett bra måttetal i företaget och fördelarna med att mäta prestationer i fler parametrar tror Emma tas ut av nackdelarna i att dessa parametrar måste vara väldigt tydliga samt att man måste vara säker på att dessa verkligen genererar värde. Emma hade visserligen tillgång till mer än enbart publik information, men enligt Emma själva är informationsmängden aldrig tillräckligt stor. I stället är Emma och Eriks förra ägare än idag oense om vissa beräkningsgrunder för Erik.

4.5.5 Varumärkesvärderingen

Då värdet på Eriks varumärke inte spelade en central roll i uppköpet, gjordes inte heller någon enskild värdering av varumärket. Det stod klart för Emma redan innan uppköpet att Erik skulle få ett nytt namn. Värdet av Eriks varumärke betraktades därför som nästintill obefintligt. Enda värdet Emma kunde dra av det var möjligheten att använda det som en pådrivare av Emmas varumärkesbyggnad.

4.6 Sammanställning av empiri

Figur 5. Sammanställning av empiri

Fall	A	B	C	D	E
Allmän tillväxtstrategi	Förvärv	Förvärv och organisk	Förvärv och organisk	Förvärv och organiskt	Förvärv
Motiv till förvärv	Uppnå skalfördelar och bli marknadsledande	Potential i varumärke och kritisk massa	Komplettering av geografisk täckning, volymaspekter	Komplettering av produktportfölj och geografisk spridning samt tillväxtmöjligheter	Del av funktionsidé, möjliggör ett mer komplett produktutbud
Värdering av totala målbolaget					
Värderingsmetod	DCF	Rörelsekapital + Goodwill	DCF	DCF	DCF
Alternativa ansatser	Nej	Nej	Nej	Multiplar	Återbetalningstid
Tidshorisont	3 år detaljerat, totalt 10 år.	2 år	8 år detaljerat, totalt 10 år	10 år	5 – 10 år

Värderingen utförd av	Egen värdering, extern due diligence	Egen värdering, extern due diligence	Egen värdering, extern due diligence	Egen värdering, delvis extern due diligence	Egen värdering, extern due diligence
Tillgång till information från målbolaget	God tillgång	God tillgång	Endast offentlig information	God tillgång	Offentlig samt kompletterande information, dock ej fullgod
Varumärkesvärderingen					
Andel varumärke utav målbolagets totala värde	Ca 50 %	Ca 20%	Ca 23 %	Ca 50 %	0 %
Separat/explicit värdering utav varumärket	Explicit men ej separat	Nej/Nej	Explicit och separat	Nej/Nej	Nej, ej aktuellt
Främsta svårighet i varumärkesvärderingen	Subjektivitet samt att separera varumärkes-specifika värden	Subjektivitet	Inga identifierade	Kvantifiering av kvalitativa mått samt svårt att kommunicera dessa internt	Ej aktuellt

Främsta förenklande omständighet i varumärkesvärderingen	Mer stabila kassaflöden	Inga identifierade	Mer stabila kassaflöden	Hög igenkänning av bolag gör det lättare att få igenom ett förvärvsbeslut	Ej aktuellt
Beaktande av risk	Genom scenarier, justerar ej diskonteringsräntan	Nej	Inkluderade i kassaflöden	Inkluderade i kassaflöden	Ej aktuellt
Varumärkes-synergier	Existerar, men beräknar ej deras värde	Nej	Ja, dock ej explicit beräknade	Ja, dock ej explicit beräknade	Ja, katalysator effekt. Dock ej explicit beräknade
Tidshorisont	10 år	Ej separat värdering av varumärket	10 år	Ej separat värdering av varumärket	Ej aktuellt
Varumärkets livslängd	Evigt, kan dock förändras	Obestämd, svår att uppskatta	Evigt, ingen värde-nedskrivning	Evigt	Ej aktuellt

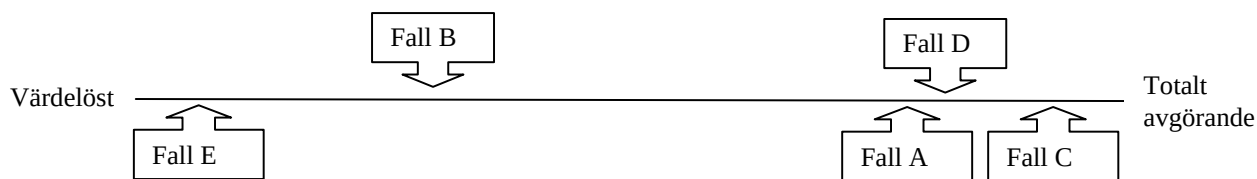
5. Analys

5.1 Nivå av föranalys

En lång tid av positiv ekonomisk utveckling har lett till att det finns relativt mycket likvida medel på marknaden i relation till möjliga tillgångar att förvärva. Detta leder till att priser drivs upp vilket gör det attraktivt att sälja, samtidigt som företagens belåningsnivåer har ökat kraftigt. I denna trend verkar varumärkesstarka bolag vara extra attraktiva eftersom osäkerheten i deras värde gör det möjligt att motivera ett högt pris på dessa företag. Uppköpshetsen har även bidragit till att upphandlare ibland ignorerar den grundläggande genomlysningen och värderingen av målbolaget (Karlsson 2006-11-09). Det är inte denna studies syfte att kritisera de värderingar fallföretagen gjorde, men vi har kunnat konstatera att en spridd nivå av grundlig föranalys har förekommit. Få företag hade anlitat utomstående hjälp mer än i due dilligence syfte och litade i stor utsträckning på analysen och värderingen som gjorts internt. Fallföretag A, C och D, som genomför ett stort antal förvärv årligen har dock en egen stab som arbetar med sådana frågor. Doris menade dock att föranalysen ibland inte till fullo speglades i värderingen då man ansåg sig vara tvungen att hålla denna så enkel som möjligt så att ett beslut kunde drivas igenom snabbt i styrelsen. Vidare angav företagen ofta strategiska anledningar som motiv till förvärvet, vilket mot bakgrund av den uppköpshets som enligt Karlsson (2006-11-09) existerar kan misstänkas vara en efterrationalisering i vissa fall. Vi tror att uppköpen i vissa fall kan vara mer strategiskt motiverade än i andra, men det är rimligt att anta att den rådande uppköpstrenden har påverkat fallföretagen att i vissa fall motivera gjorda förvärv med strategiska skäl även om så inte varit fallet.

5.2 Varumärkets roll i värderingen

Från studien framgår att synen på varumärkets betydelse hos målbolaget varierar hos de förvärvande bolag vi har studerat. Samtliga fallföretag har på något sätt beskrivit olika uppfattningar av hur de ser det förvärvade varumärket som värdegenererare. Som en ytterlighet har varumärket ingen betydelse alls för förvärvet och anses inte generera något värde överhuvudtaget. Följaktligen kommer förvärvaren inte heller önska betala något för varumärket i detta fall. Den andra ytterligheten är att varumärket utgör hela värdet för målbolaget och förvärvandet av det är den enda anledningen till förvärvet. Mellan dessa extrempunkter kan studiens fallföretag placeras in enligt följande:



Figur 6.

Längst till vänster placerar sig specialfallet E där Eriks varumärke inte tillskrevs något värde alls förutom som katalysator i marknadsföringen av Emma. Eriks varumärke ansågs värdelöst eftersom det aldrig kunde generera något värde utöver produktvärdet och detta konstaterades utan att någon kvantitativ värdering gjorts. Ett kvalitativt resonemang låg alltså bakom att ingen kvantitativ värdering utfördes. Fallet E kan dock ha ett förklaringsvärde för hur ett varumärke kan generera värde eftersom Emmas resonemang om varför Eriks varumärke saknade värde kan ge indikationer på när ett varumärke skapar värde. Följaktligen torde ett varumärke skapa värde till den grad det kan generera ett värde som är större än produktvärdet.

Fall B befinner sig sedan närmast längre högerut. I detta fall såg Bodil en potential att stärka Bos varumärke. Bo har tidigare haft ett mycket starkt varumärke och Bodil hoppas på att återskapa det, men poängterar även att det är själva affärsrörelsen som ska bygga varumärket och inte tvärtom. I fall B var det till stor del förhandlingar som låg till grund för vad som skulle komma att utgöra vad Bodil faktiskt betalade för Bos varumärke, och inte en bakomliggande värdering av det. Betydligt längre högerut återfinns sedan fall A och D. Anders varumärke spelade en avgörande roll för förvärvsbeslutet eftersom det möjliggjorde högre marginaler. Då kostnadsbesparingar är en viktig del av Annas strategi, spelade även skalfördelar och varumärkessynergier en stor roll här. I fall D var varumärket helt avgörande för förvärvet, men Doris poängterar att det inte var den enda anledningen. Längst till höger placerar sig fall C. Innehavet av starka varumärken är en del av Cecilias affärsidé och mest värde tillskrevs därför Carls varumärke och förvärvet skulle aldrig ha genomförts om detta inte visade ett högt värde i Cecilias kalkyler.

Betydelsen av varumärket i de olika fallen tenderar också att vara sammankopplade till hur omfattande varumärket påverkat värderingen. Mer ambitiösa värderingsförsök av varumärket återfinns längre högerut på skalan. I fall C där varumärket tillskrevs mycket stor vikt genomfördes en genomarbetad värdering som bygger på Carls franchisemodell. Fall C utgör ett exempel på när

varumärket betraktas som en utvidgning av den totala företagsvärderingen. Varumärket värderas här separat och det värde man tillskriver det inkluderas sedan i företagets totala värdering. I fall A och D där varumärket hade en något mindre betydelse har varumärket påverkat värderingen men många parametrar utelämnats. I dessa fall inkluderas varumärkets konsekvenser för hela företaget. Dessa konsekvenser bestod i huvudsak av höjda marginaler för en lång tid in i framtiden. Genom detta förfaringssätt ansåg sig Anna och Doris inte behöva separera de för varumärket specifika kassaflödena, men å andra sidan förväntas varumärket generera framtida fördelar till samma risk och därmed samma avkastningskrav som övriga företaget. De skiljer sig dock åt genom att Anna explicit beräknar ett värde för varumärket medan Doris enbart diskuterar varumärkesvärdet kvalitativt. I fallet B var varumärket av ännu mindre betydelse och här gjordes ingen ansats att låta varumärket influera värderingen och istället spelade förhandlingen en större roll än själva värderingen. Detta speglas ganska väl i deras värderingsmodell där de materiella tillgångarnas bokförda värde utgjorde en bas för värderingen och det mervärde man betalade för varumärke och det intellektuella kapitalet blev istället en förhandlingsfråga. I fall E ansågs varumärket vara värdelöst och hade således ingen inverkan på värderingen.

5.3 Val av värderingsmodell i värderingen av varumärken

5.3.1 Traditionella värderingsmetoder

Vår generella inställning är, som tidigare nämnts, att det de traditionella värderingsmodellerna inte är felaktiga. Dessa skulle teoretiskt sett kunna fånga upp varumärkets värde. Vi har i denna studie dock belyst några exempel på där dessa till viss grad har modifierats eller frångåtts som i fall B. Orsakerna till detta tror vi kan ligga i det faktum att varumärken spelar stor roll i de undersökta fallen.

Undersökningen har visat på att någon variant av DCF är den vanligaste metoden, vilket i sig inte är helt oväntat då denna modell är väl etablerad. Vi finner dock att anledningarna till varför företagen har valt denna metod vara mer anmärkningsvärda. En genomgående åsikt har varit att denna metod är lätt att använda, förstå och kommunicera eftersom den på ett tydligt sätt visar hur värde genereras. I fall D var detta en avgörande faktor då en värdering som var lätt att kommunicera och troligtvis därför möjliggjorde ett snabbt förvärvsbeslut. Doris och Emma har i sin tur använt denna metod i sin bolagsstyrning då man anser att kassaflöden är den för företaget viktigaste värdemätaren. Det bör dock påpekas att det kassaflöde som traditionellt används i DCF-modellen

skiljer sig på flera punkter åt från nedersta raden i företagets kassaflödesanalys. Den först nämnda ska, som tidigare beskrivits, motsvara de kassflöden som företagen möjligtvis kan, men inte är tvungna till att, utbetala till sina investerare eller återinvesteras i företaget, medan det i kassaflödesanalysen har till syfte att illustrera förändringen i företagets likvida medel över en tidsperiod. Det är med andra ord det fria kassaflödet som är mest lämpligt vid en värdering (Koller et al, 2005).

De andra traditionella metoderna, som exempelvis RIV och VAV ansågs förmodligen vara svårare att applicera och mindre tydliga i hur värdet genereras än DCF-modellen. Värt att tillägga är dock att metoder som RIV teoretiskt vilar på färre antaganden än DCF, nämligen enbart att kongurens sambandet håller. Teoretiskt sett borde dessa modeller fånga upp värdet för varumärket på ett tillfredställande sätt genom att de verkliga värdena ställs i relation till de bokförda, även om detta kräver en grundlig analys. Flera fallföretag tvivlade dock på att redovisningsbaserade värderingsansatser skulle fånga upp varumärkets värde när det bokförda värdet skiljde sig markant från det bokförda. Den främsta effekten ett varumärke har på företagets värde är att generera högre marginaler under en relativt lång tidshorisont (Jennergren, 2006-11-17). Denna egenskap tror Karlsson (2006-11-09) även kan vara en del av förklaringen till varför varumärkesstarka bolag har sålts med höga premier. Detta kan få som konsekvens att varumärkets verkliga värde drastiskt överstiger det ofta betydligt lägre bokförda värdet. Trots en trend mot att redovisa mer marknadsbaserade värden till skillnad från historiska anskaffningskostnader, speglar sällan balansräkningen varumärkets verkliga värde. Konsekvensen av detta blir att i en utvärdering av exempelvis lönsamhet eller i en multipelvärdering exkluderas stora delar av värden som utgörs av immateriella tillgångar ur nämnaren (Lindemann, 2004).

5.3.2 Varumärkesspecifika värderingsmodeller

Inget av de studerade fallföretagen har valt att använda sig av de specifikt för varumärkesvärdering framtagna modellerna som beskrevs i stycke 2.3.2. Många av dessa modeller har utvecklats för att överlappa det gap mellan marknadsmässiga tillgångar och deras värde uttryckt i finansiella termer. Kvaliteten och lämpligheten av dessa i sitt nuvarande format kanske kan ifrågasättas. Utan en kännedom om hur de marknadsmässiga tillgångarna genererar värde tror vi att en rättvisande värdering av dem försvåras. Uttryck för strategisk lämplighet måste i slutändan kunna översättas i finansiella termer för att kunna utvärderas. Vi ser en risk i att dessa finansiella kalkyler annars frångås med motiveringen att det handlar om svårvärderade värden som egentligen inte tillförlitligt

går att uppskatta. Tänkbara anledningar till varför varumärkesspecifika värderingsmodeller inte har applicerats kan vara att dessa är relativt obekanta för företagen samt att dessa bygger på flertalet antaganden. En grundidé i flera av dem är att värdet av varumärket kan beräknas som skillnaden mellan det totala företagets värde minus värdet på ett i samtliga aspekter motsvarande företag utan ett starkt varumärke. Detta medför två problem; värdet på det egna totala företaget måste vara känt och varumärket har alltså redan gett uttryck för ett värde indirekt. Dessutom kan en sådan blåkopia rent praktiskt vara omöjlig att finna.

Vidare kan det vara mycket missvisande att enbart värdera efter en historisk anskaffningskostnad eller vad det skulle kosta att bygga upp varumärket till motsvarande nivå idag då priser förändras och det inte behöver finnas en direkt relation mellan investeringar i varumärke och vilka värden det i framtiden kan generera. Eftersom varumärken, till skillnad från de flesta andra tillgångar, förväntas generera värde för en mycket lång tid (Lindemann, 2004) och i våra fallföretag till och med hade en tendens att ses som oändliga, kan uppskattningar av kostnader för att i framtiden ersätta sin tillgång bli mindre aktuella. En av de varumärkesspecifika värderingsmodellerna som beskrevs i stycke 2.3.2 består av att värdera varumärket efter motsvarande kostnad för att återuppbygga varumärket till dess nuvarande nivå. Om varumärken kan anses ha ett oändligt värde kommer företaget inte att beräkna kostnaderna för att ersätta denna tillgång och värderingen av varumärken med hjälp av kostnad för att återuppbygga varumärket till dess nuvarande nivå torde upplevas teknisk och ha låg verklighetsförankring. Detta kan vara en förklaring till att vi inte ser något av fallföretagen använda denna modell.

Flera av de varumärksspecifika modellerna i stycke 2.3.2 är dessutom multipelbaserade. Thorsell (2006-10-17) menade att multipelvärdering är en frekvent använd metod eftersom dess värde är lätt att kommunicera och förstå innebörden av. Trots detta har inget av fallföretagen använt sig av multipelvärdering, förutom Doris som använde det som en rimlighetskontroll efter att DCF-modellen hade satts upp. En orsak till detta kan vara den hårda kritiken dessa modeller har utstått har bidragit till att företagen inte vill använda sig av dem eller åtminstone inte velat medge att de har gjort det. Multipelvärdering förutsätter, som tidigare nämnts, att jämförbara bolag existerar samt att marknaden ska ha prissatt dessa riktigt. I fall D sågs inte detta som ett problem eftersom de fick extern hjälp med att välja ut jämförbara företag. De likheter som dessa jämförbara företag hade med Doris är för oss dock inte känt och vi kan därför inte uttala oss om validiteten av detta tillvägagångssätt. Däremot kan det möjligtvis vara så att varumärkesstarka bolag i högre grad har, om möjligt, ännu färre jämförbara företag som skulle kunna användas som benchmark.

Det kan också vara värt att problematisera huruvida en separat värdering av varumärket är att föredra. Varumärkets värde för det förvärvande bolaget kommer till stor del kommer att bero på hur väl man kan utnyttja det. Varumärket verkar trots allt i en kontext och vilket värde det kommer att generera efter förvärvet beror till stor del på karaktären av det förvärvande bolaget. Detta innebär att olika aktörer kommer att ha skilda uppfattningar om vad ett specifikt varumärke är värt. Således finns möjligheten att denna kontextuella påverkan fångas upp bättre upp om varumärket värderas som en integrerad del av det nya bolagets helhet och dess värde tillåts speglas i omsättningen. I denna studie har sådana kontextuella betydelser uttryckts genom det faktum att synergipotentialer har varit ett motiv bakom Annas uppköp av Anders. I fall B hade kanske kontexten allra störst betydelse där den potentiella möjligheten i varumärket avgjordes av hur väl den nya affärsmodell kunde utnyttja det förvärvade varumärket Bo. Bodil ansåg att denna osäkerhet endast motiverade en prognostiserad tidshorisont på två år samt att en separat värdering av varumärket var mindre lämplig då kontextens betydelse var avgörande. Mot bakgrund av detta resonemang kan tendensen att värdera ett varumärke separat, vilken tydliggörs av de specifika värderingsansatser som tagits fram för varumärkesvärdering, ifrågasättas vara den bästa hanteringen i förvärvssammanhang. I slutändan ska varumärkets värden visa sig i ökade försäljningsintäkter av produkterna vilket möjliggör att värdera varumärket som en integrerad del. Dessa värderingsansatser som specifikt behandlar varumärkesvärdering kan emellertid vara mer lämpade i andra sammanhang då varumärket önskas värderas i sin befintliga kontext exempelvis internprissättning, licensiering och value added management.

Ytterligare en aspekt som kan vara viktig att beakta är hur relaterade ett företags olika varumärken är. Då varumärken till hög grad är relaterade till varandra är det troligt att kontexten har en större betydelse för det förvärvade varumärkets värde. I dessa fall kan det därför vara mer motiverat att värdera varumärket som en integrerad del. Detta stöds i vår studie av Cecilia som innehar en varumärkesportfölj med relativt fristående varumärket där kontexten kan tänkas ha spelat en mindre betydande roll och en separat värdering av Carls varumärke utfördes mycket riktigt. I Annas portfölj finns det betydligt mer beroende mellan varumärkena vilket talar för att en separat värdering är mindre lämplig. Fall D utgör dock ett undantagsfall då Davids varumärke värderats som en integrerad del av den nya enheten även om Doris affärsidé är att ha en portfölj av relativt fristående varumärken. Vi tror att en förklaring till detta är att det var viktigt för Doris att på ett enkelt sätt kunna kommunicera värderingen till sin styrelse.

5.4 Hur varumärket kan underlätta värderingen

5.4.1 Minskad volatilitet

Den av otvivelaktigt främsta underlättade aspekten i värderingen av varumärken som fallföretagen har upplevt är den minskade volatiliteten i kassaflöden och därmed också intäkter. I byggandet av prognoser inför en värdering är det vanligt att låta antaganden om den framtida försäljningen och bruttomarginalen styra hur övriga poster i balans- och resultaträkning ska komma att utvecklas (Jennergren, 2006-10-17; Koller et al, 2005). Vi menar att värderingens kvalitet till en hög grad beror på hur rimlig den underliggande prognosen är. Söderström (2006-10-30) menade också att varumärkesstarka bolag ofta är mindre konjunkturkänsliga. Om företaget har en stor lojal kundgrupp som inte minskar sina köpvanor med lågkonjunkturer, kommer företagets intäktsnivå lättare att bibehållas. Detta styrktes genom att fler av fallföretagen uttryckte att osäkerheten i vad man egentligen köpte reducerades tack vare små historiska svängningar i målbolagens intäkter.

Eftersom varumärken enligt vår studie bidrar till att prognoserna kan upprättas med större förutsägbarhet, har således värderingens kvalitet förbättrats tack vare att ett starkt varumärke funnits hos målbolaget. En minskad volatilitet kan också ta sig i uttryck i en minskad konjunkturkänslighet. Även möjligheten till minskade konjunktursvängningar torde medföra att säkrare prognoser kan utformas och därmed höja kvaliteten på värderingen. Denna fördel kom alla företag som försökte prognostisera sina framtida intäkter till godo, oavsett om varumärket värderades separat eller inte. Härfter följande underlättande faktorer var istället mer beroende av hur värderingen utfördes.

5.4.2 Förenklad uppskattning av horisontvärde

Ett starkt varumärke har ofta en lojal kundbas som kan bidra till att företagets värde förväntas bestå över lång tid (Fernández, 2001). Som vi tidigare diskuterat anser vi att detta torde leda till att även kassaflöden på lång sikt då företaget förväntas ha nått steady state, vilka fångas upp i horisontvärdet, blir lättare att bedöma. Detta har inte kunnat stödjas i vår studie av fallföretagen. En anledning kan vara att enbart ett av bolagen gör en separat varumärkesvärdering och därmed har möjlighet att dra nytta av denna specifika fördel av ett starkt varumärke i värderingen. En annan förklaring kan vara att den lojalitet som finns för ett varumärke inte kan tas för given då ett varumärkes värde påverkas mycket av förändrade kundpreferenser som är svåra att bedöma på förhand (Karlsson, 2006-11-09).

5.4.3 Accelererade kassaflöden

De accelererade kassaflöden som ett starkt varumärke kan uppvisa på grund av snabbare effekter av marknadsföring (Srivastava et al., 1998) torde kunna medföra att bedömningarna av kassaflödena kan bli säkrare eftersom feedback erhålles snabbare. Inte heller denna hjälp av ett starkt varumärke vid värderingen har kunnat påvisas i våra fallstudier. Detta kan förklaras med att vår studie handlar om förvärv och i dessa situationer görs kalkylen enbart vid ett beslutstillfälle, vilket innebär att snabbare feedback inte underlättar prognosen. Emellertid kan den snabbare feedback som accelererade kassaflöden torde innebära kunna underlätta värderingen i andra sammanhang där upprepade prognoser för varumärket görs, som exempelvis vid interna beslut om underhåll av ett varumärke. En annan tänkbar förklaring kan vara att den nytta som accelererade kassaflöden medför är så pass marginell att den inte uppmärksammas och dras fördel av.

5.4.4 Ökad informationstillgång

En ökad tillgång till information från varumärkesstarka bolag har omnämnts som en tänkbar anledning till varför dessa bolag har sålts till, kanske omotiverat, höga premier (Karlsson, 2006-11-09). Att dock målbolagen i denna studie skulle ha givit ut anmärkningsvärt mer information tack vare att deras affärsidéer är svåra för konkurrenter att imitera och därför mindre känslig, finner vi dock inte belägg för och värderingen har alltså inte upplevts underlättas av att målbolaget har ett starkt varumärke i denna aspekt. Det verkar dock som att ett starkt varumärke hos målbolaget som förklaringsfaktor till en hög grad av tillgång till information är starkt begränsad. Andra faktorer som huruvida det ligger i målbolaget och dess tidigare ägares intresse att ge ut information kan tänkas vara av större betydelse.

5.4.5 Förenklad uppskattning av livslängd

Som diskuterats tidigare kan varumärken, till skillnad från de flesta andra tillgångar, förväntas generera värde för en mycket lång tid (Lindemann, 2004). I värderingen av ett varumärke kan därför frågeställningar rörande den ekonomiska livslängden förenklas om man kan anta att varumärket har en evig livslängd. Flera av fallföretagen delade denna uppfattning. Den eviga livslängden torde underlätta en värdering, även om inte heller dessa uppfattningar har påträffats i

vår studie. Varumärkets livslängd bidrog i vissa fall till att det särskiljde sig ännu mer från övriga tillgångar vilket snarare försvårade en värdering. En lång livslängd innebär också att mycket kan komma att förändras under tidens gång vilket medför att framtida prognoser blir svårare att utföra och prognosen därmed av sämre kvalitet. Även om de flesta fallföretagen ansåg att varumärket hade en mycket lång eller evig livstid, fann de det inte självklart hur de skulle hantera detta i värderingen. I fall C illustreras denna eviga livslängd i ekvation (1) av den sista termen där varumärket antogs bidra till eviga kassaflöden och växer i en jämn takt. En förutsättning för varumärkets långa eller eviga livslängd är dock att företaget underhåller det (Saudugaran, 2001) och inte råkar ut för händelser som ändrar kundernas preferenser radikalt som exempelvis en företagsskandal (Spar LaMure, 2003). Vikten av att underhålla varumärket beaktades bara av Anna och Doris och risken för plötsliga händelser som kan minska varumärkets värde snabbt beaktades inte i något av fallen. Istället valde företagen att hantera dessa ökade risker i verksamheten genom internkontroller, vilket istället borde speglas i företagens kostnader och minska de fria kassaflödena i en värdering.

5.5 Hur varumärket kan försvåra värderingen

5.5.1 Bristande erfarenhet av att värdera marknadsmässiga tillgångar

Många av de svårigheter som uppstår i värderingen av målbolaget då ett starkt varumärke ingår härstammar från att det inte finns någon lång erfarenhet av att kvantifiera varumärkesvärden. Det är vanligt att uppköp numera motiveras av att förvärva varumärken men någon omfattande forskning har, som tidigare nämnts, ändå inte bedrivits på området (Capron och Hulland, 1999). Kapferer (1997) menar att före 1980 köpte företag produktionskapacitet men under 1980-talet började man köpa en plats i konsumenternas medvetande. Med andra ord har fenomenet att förvärva varumärken ökat på senare år vilket kan innebära att etablerade rutiner för att värdera varumärken inte har utvecklats i samma takt som förvärven relaterade till dessa.

Mot bakgrund av de komplikationer som en varumärkesvärdering innefattar anser vi det vara välmotiverat att enbart utföra en separat varumärkesvärdering då fördelarna överväger nackdelarna. Emellertid verkar det som att många av de potentiella fördelar som vi har diskuterat att ett starkt varumärke kan innebära i en värdering inte har identifierats i vår studie, eftersom en separat värdering av varumärket endast gjorts i ett av fallen samt ett behov av att öka denna förståelsen för hur varumärkets värde kan översättas till finansiella termer finns. Detta innebär att potentiella underlättande faktorer, som existensen av ett starkt varumärke hos målbolaget medför, inte dras

nytta av fullt ut och en separat värdering kan därför inte motiveras då fördelarna inte överstiger nackdelarna.

5.5.2 Svårigheten att isolera varumärkets värde

Enskilda tillgångar i sig är komplicerade att värdera (Koller et al, 2005) och varumärkets, per definition, komplexa och subjektiva karaktär borde öka denna komplexitet ytterligare eftersom det blir ännu svårare att isolera de värden ett varumärke skapar (Söderström, 2006-10-30). Det förefaller fortfarande saknas en brygga mellan finans och marknadsföring som områden. De flesta av fallföretagen har också uttryckt detta problem. Anna, Bodil och Doris angav dessa orsaker till varför en separat värdering av varumärkena inte utfördes. Bodil uttryckte att ”emotionella tankar kan leda till mindre träffsäkra finansiella värden”. I fall C där man inte nämnde dessa svårigheter i värderingen av varumärken bestod målbolaget av franchisetagare, vilket innebar att etablerade royalties som speglade värdet av att använda varumärket fanns att tillgå vilket således kan förklara att problemen inte upplevdes av Cecilia. Fernández (2001) menar också att för företag vars enda produkt är ett varumärke som det sedan låter andra använda i utbyte mot royalties är en separat varumärkesvärdering enklare att utföra. Detta behöver emellertid inte innebära att värderingen av Carls varumärke var oproblematiskt. Då tillvägagångssättet att bestämma royaltynivån redan var etablerad då Cecilia förvärvade Carl är det svårt för Cecilia att redogöra för de problem som eventuellt kan ha funnits. Uppskattningen av Carls varumärke genom bestämningen av royaltynivån har istället förskjutits till Carls förra ägare.

Således verkar företagen finna svårigheter med att värdera sina varumärken och detta kan resultera i att en separat värdering av varumärket helt enkelt inte görs. Emellertid är det dock inte självklart att en separat värdering alltid är att föredra.

5.5.3 Svårigheter att värdera varumärkessynergier

Synergier i allmänhet är svåra att beräkna och dessutom osäkra i huruvida de kommer att uppnås (Koller et al, 2005). Vi anser att synergiers komplexitet delvis beror på att kontexten spelar en viktig roll. Varumärkessynergier beror till högre grad på komplexa och trendkänsliga kunduppfattningar istället för övergripande kostnadsrationaliseringar. Dessutom kan faktorer som subjektiviteten hos ett varumärke och dess synergier också innebära att synergier som är varumärkesrelaterade blir än mer svåra att fastställa och därför svårare att beräkna. Eftersom varumärket till stor del är en subjektiv symbol blir också synergier som relaterar till dessa tillgångar

det. I vår studie har heller inget av fallföretagen valt att beräkna värdet av dessa. Med tanke på att en andrahandsmarknader för varumärken saknas (Lindemann, 2004 och Srivastava et al., 1998) torde det dock vara ytterst viktigt att säkerställa att det förvärvade bolagets varumärke passar in i den övriga portföljen eftersom man inte kan vara säker på att få tillbaka sina pengar om detta inte visar sig vara fallet. Fallföretagen har visserligen varit medvetna om vilka synergier deras varumärken skulle ge varandra, men att kvantifiera dessa på ett lämpligt sätt har ansetts för komplicerat. Detta var speciellt aktuellt för Cecilia och Doris, eftersom deras affärsidé bygger på att företagen ska innehålla portföljer av starka varumärken. I dessa fall var också de synergier som varumärket gav upphov till av stor vikt.

En konsekvens av att varumärkessynergierna inte värderas kan bli att varumärket tillskrivs ett felaktigt värde. En risk för övervärdering framkommer om en grundlig värdering inte föreligger då det är lätt att förföras av varumärken eftersom de är subjektiva. En övertro på varumärkessynergier kan innebära att varumärkesstarka bolag förvärvas utan att det passar in i den befintliga varumärkesportföljen. Detta problem blir än mer allvarligt med tanke på att en andrahandsmarknad saknas och bolaget svårt att göra sig av med i ett senare läge. En risk finns att våra fallföretag har fallit för en så kallad "winners curse" där den som värderar synergieffekterna högst är den som bjuder högst för målbolaget men eftersom priset är baserat på en överskattning kommer vinnaren att betala för mycket (Koller et al, 2005). Då samtliga av våra fallföretag endast har värdet synergieffekterna kvalitativt är denna risk överhängande. Varumärket kan också komma att undervärderas om de synergier som det ger upphov till inte kvantifieras och tas med i dess värde. En undervärdering kan medföra att värdefulla möjligheter missas. Varumärkena kan dessutom komma att underfinansieras om de värderas för lågt (Aaker & Jacobsen, 1994). Å andra sidan kan vi inte styrka huruvida omfattningen av denna konsekvens är stor nog att motivera en omfattande värdering av synergieffekterna.

5.5.4 Förändrade kundpreferenser

Vidare borde vi också se implikationer från subjektiviteten hos ett varumärke på hur väl framtida förändringar i kundpreferenser kan prognostiseras. Ett varumärkes värde beror, som sagt, till stor del på hur väl företagen lyckas sätta eller följa trender och leverera enligt kundernas preferenser. Detta gör att ett varumärkes värde påverkas mycket av förändrade kundpreferenser (Karlsson, 2006-11-09). Fallföretagen i B och C befinner sig i modebranschen, vilken kännetecknas av snabbt förändrade kundpreferenser (Söderström, 2006-10-30). Förändrade kundpreferenser borde vara

svåra att förutsäga, men detta har dock inte våra fallföretag upplevt som ett problem i sina värderingar. Samtliga fallföretag har valt att hantera dessa aspekter genom att försöka sätta eller följa trender i kundpreferenser regelbundet i den operationella verksamheten. Om företaget dock skulle misslyckas i att följa trenderna, menar flera fallföretag att denna osäkerhet delvis tas ut av den minskade volatiliteten i intäkter som varumärket samtidigt ger upphov till. Fall E utgör dock ett exempel på att detta är en faktor att räkna med. På grund av att kunderna inte längre hade en stark preferens för Eriks varumärke blev man tvungen att skriva ned värdet på varumärket drastiskt. Den totala goodwillen skrevs ned med motsvarande ungefär 20 % av företagets totala börsvärde en kort tid innan förvärvstidpunkten, vilket till stor del berodde på varumärkets minskade värde.

Att inget av våra fallföretag beaktar den risk som förändrade kundpreferenser ger upphov till innebär att varumärket riskerar att bli för högt värderat, vilket kan leda till att företaget betalar för mycket för målbolaget. Detta drabbar i slutligen aktieägarna i det förvärvande bolaget. Det finns tecken på att det är svårigheten att kvantifiera detta arbete som är orsaken till att det inte beaktas finansiellt. Således finns det stora vinster med att utveckla nya modeller som kan kvantifiera frågor som relaterar konsumentpreferenser. På en mer generell nivå kan sägas att om ett varumärke inte värderas korrekt finns det en rad allvarliga konsekvenser.

5.5.5 Riskhantering

Ett varumärke medför att vissa risker ökar. Risken att exempelvis skandaler snabbt ska radera stora värden ökar (Spar och LaMure, 2003). Att sedan bygga upp varumärkets värde igen kan vara en lång och kostsam process som torde vara svår att kvantifiera. En viktig aspekt är också att även om ett varumärke skadas hårt vid exempelvis skandaler, så är dess värde ändå inte noll efteråt. Även att förutspå detta värde kan sägas vara mycket svårt (Karlsson, 2006-11-09). Företag D säger sig ha upplevt denna svårighet i arbetet med värderingen. Fallföretagen har visserligen varit medvetna om dessa risker. Generellt verkar istället de ökade riskerna ett varumärke medför uppvägas av den minskade förväntade volatiliteten i intäkter som vi tidigare har beskrivit kan komma att reducera risken. Istället för att justera sina avkastningskrav i värderingen på grund av den eventuellt ökade eller minskade risk ett starkt varumärke har inneburit, har fallföretagen istället illustrerat dessa aspekter genom att ställa upp olika scenarier. Dessa scenarier har tagit upp övriga faktorer som kan påverka företaget såsom en ökad konkurrens på marknaden, såväl som rent varumärkesspecifika händelser såsom förändrade kundpreferenser för varumärket. Denna hantering av olika typer av riskscenarier innebär att värderingen inte behöver kompliceras ytterligare av dessa risker. I fall A

och D gjordes scenarioanalyser som byggde på kvalitativa resonemang. I båda dessa fall spelar varumärket en stor roll. Anmärkningsvärt är dock att i fallet C där varumärket är av avgörande betydelse, har ingen sådan scenarioanalys genomförts. Istället uttrycker Cecilia en säkerhet i sin royaltymodell och anser inte att värdet på varumärket är utsatt för någon betydande risk som skulle kunna illustreras på detta sätt. Vi menar emellertid att även om Cecilia på ett relativt enkelt sätt kan värdera varumärket genom Carls franchisemodell finns det fortfarande en risk att Carls varumärke kan råka ut för exempelvis en skandal som snabbt minskar värdet. Huruvida denna risk kommer till uttryck i den försäljning eller procentsats som ligger till grund för beräkandet av royaltynivån är för oss inte känt.

6. Avslutning

6.1 Slutsatser

I vår studie har en rad både förenklande samt försvårande faktorer för värderingen, då målbolaget har ett starkt varumärke, identifierats.

Den enskilt starkaste förenklade omständigheten ett varumärke bidrar med är ökad stabilitet genom mindre volatilitet i intäkter och mindre känslighet för konjunktursvängningar. Om företaget har en stor lojal kundgrupp som inte minskar sina köpvanor med lågkonjunkturer, kommer företags intäktsnivå lättare att bibehållas. Detta styrktes genom att fler av fallföretagen uttryckte att osäkerheten i vad man egentligen köpte reducerades tack vare små historiska svängningar i målbolagens intäkter. Denna fördel kom alla företag som försökte prognostisera sina framtida intäkter till godo, oavsett om varumärket värderades separat eller inte. Detta har inneburit att fallföretagen har kunnat utföra säkrare prognoser. Värderingens kvalitet beror till en hög grad på hur rimlig den underliggande prognosen är och denna brukar vanligtvis baseras på just intäkter. Eftersom varumärken enligt vår studie bidrar till att prognoserna kan upprättas mer tillförlitligt, har således värderingens kvalitet förbättrats tack vare att ett starkt varumärke funnits hos målbolaget. Även Srivastava et al. (1998) menar att en effekt av ett starkt varumärke är mindre volatila kassaflöden och vår studie visar att detta är en mycket central aspekt även i värderingssammanhang inför ett förvärv samt att det möjliggör säkrare prognoser och därmed en högre kvalitet på värderingen. Eftersom vi har valt en kvalitativ ansats för vår studie skulle det vara intressant för framtida forskning att pröva denna slutsats statistiska signifikans genom att använda ett större sampel.

Studien har även tagit upp andra faktorer hos varumärken som kan tänkas förenkla en värdering. Dessa har vi dock inte funnit stöd för bland de fall som har studerats. Emellertid verkar det som att många av de potentiella fördelar som vi har identifierat som ett starkt varumärke kan innebära i en värdering inte har kunnat dras nytta av fullt ut då de inte har varit kända för fallföretagen eller en separat värdering av varumärket inte gjorts. Srivastava et al. (1998) menar att ett starkt varumärke innebär att kunder svarar snabbare på marknadsföring och nya produktlanseringar, vilket i sin tur innebär accelererade kassaflöden. Vi har i vår studie observerat att ett starkt varumärke kan medföra accelererade kassaflöden vilket torde innebära att värderingen kan utföras med en större säkerhet genom snabbare feedback men detta torde vara en mer relevant aspekt i andra sammanhang än förvärv där löpande prognoser upprättas. Huruvida detta är fallet återstår för framtida forskning att avgöra.

I vår studie har varumärket varit av olika betydelse i våra olika fallföretag. Vi kan se en tendens att i de fall då varumärket har en större betydelse för förvärvet har värderingen av målbolaget i en större utsträckning påverkats av varumärket. Dessutom har kontexten stor betydelse och kan medföra att varumärket inte värderas fristående utan att dess värde bättre fångas upp som en integrerad del av hela företaget. Med tanke på att en aktiv andrahandsmarknad för varumärken saknas torde det vara ytterst viktigt att säkerställa att det förvärvade bolagets varumärke passar in i den övriga portföljen eftersom man inte kan vara säker på att få tillbaka sina pengar om detta inte visar sig vara fallet. I de fall där målbolaget har integrerats med det förvärvande bolaget och där kontexten har varit av stor betydelse för varumärkets värde har varumärket värderats som en integrerad del av bolaget. Fall D utgör dock ett undantag i denna aspekt då varumärket inte har värderats separat trots att förvärvarens varumärken är relativt fristående.

Det är också värt att påpeka att vi i vår studie har valt att göra vissa avgränsningar. Vi har studerat frågor om varumärkesvärdering i relation till förvärv. En rad specifika värderingsansatser som tagits fram för varumärkesvärdering kan naturligtvis, mot bakgrund av resonemanget ovan om kontextens betydelse, ifrågasättas. Vi menar dock att kontexten kan vara av en mindre betydelse i andra sammanhang då varumärket önskas värderas i sin befintliga kontext. Exempel kan vara vid internprissättning, licensiering, value added management och i dessa situationer kan varumärkesspecifika värdeingsmodeller vara mer lämpade och av större nytta att använda. Vi hoppas att framtida forskning kan ge svar på detta.

Varumärket har framför allt försvårat värderingen för fallföretagen genom att de värden som varumärket i sig genererar är svåra att urskilja från andra värden. Vi menar att bristen av förståelse för hur varumärket genererar värde försvårar detta ytterligare. De flesta av fallföretagen har uttryckt detta problem. Konsekvenser av detta har varit att företagen gjort en mindre omfattande ansats att värdera varumärket. Varumärkets värde tenderar att bedömas på subjektiva grunder eftersom fallföretagen känner en stor osäkerhet i hur de ska hantera varumärket i en värdering. I det fall där detta inte ansågs vara ett problem fanns, hade målbolaget en affärsmodell där en isolering av de värden varumärket genererade redan gjorts. Detta tyder dock inte på att problemet inte fanns. Istället kan problemet ha förflyttats till målbolagets förre ägare och det är dessutom inte säkert att den isolering som gjorts fångar upp varumärkets värde på ett rättvisande sätt. En ökad förståelse för hur marknadsrelaterade tillgångar genererar finansiella värden är därför avgörande vilket bekräftar att det fortfarande saknas en djupare kunskap för hur varumärken genererar värde för aktieägarna samt hur man lämpligen ska kvantifiera dess värde (Lindemann, 2004). Framtida forskning inom området kommer förhoppningsvis att belysa hur denna översättning av varumärkets värde till finansiella termer kan göras.

Övriga faktorer som också har visat sig inverka i en värdering av ett varumärkesstarkt bolag har varit:

- Vad risken i varumärket är och hur denna ska hanteras. Den ökade risk som ett varumärke innebär handlar framför allt om risken att drabbas av företagsskandaler som kan radera varumärkets värde snabbt. Dessa risker hanteras av de flesta fallföretagen genom att olika riskscenarier konstrueras.
- Vilka specifika synergieffekter varumärket i sig gett upphov till och framför allt hur dessa ska kvantifieras. Koller et al. (2005) menar att synergier kan vara svåra att kvantifiera och eftersom varumärkessynergier är komplexa och bygger på trendkänsliga kunduppfattningar är dessa ännu svårare att värdera. Fallföretagen har generellt betraktat detta som omöjligt och därför ignorerat dessa i värderingen delvis beroende på den subjektivitet som ett varumärke kännetecknas av. Med tanke på att en andrahandsmarknad för varumärken saknas torde det dock även här vara av stor vikt att säkerställa att det förvärvade bolagets varumärke passar in i den övriga portföljen eftersom man inte kan vara säker på att få

tillbaka sina pengar om detta inte visar sig vara fallet. Således har varumärkets subjektivitet allvarliga konsekvenser och en systematisering av varumärke som värdegenererande tillgång översatt till finansiella termer är ett område för framtida forskning.

Konsekvenser av dessa identifierade svårigheter kan vara att varumärket värderas felaktigt, vilket i sig kan leda till att förvärvaren betalar för mycket för målbolaget eller att varumärket tillskrivs ett för lågt värde med risk för underfinansiering eller förbisedda förvärvsmöjligheter. Dessa frågor faller utanför ramen av vår studie. Emellertid har vi observerat att endast två av fallföretagen beaktade framtida underhåll av varumärket i sin värdering. Det finns alltså tecken som tyder på att underfinansiering av varumärket kan ske när värderingen är problematisk.

6.2 Validitet och reliabilitet

Vi anser att studiens *validitet* är god. Vi har valt ut studiens fallföretag genom att ta fram de viktigaste egenskaper som finns hos ett starkt varumärke samt sedan försäkra oss om att målbolagens varumärken i våra fall stämmer tillräckligt väl överens med dessa för att kunna anses ha ett starkt varumärke. Fallet E har, som tidigare nämnts, inte uppfyllt dessa kriterier men av nämnda anledningar ändå inkluderats i studien. Den grundliga förstudie av litteratur som föregått denna studie torde också ha bidragit till att vi fångar upp de mest centrala aspekterna för hur ett starkt varumärke påverkar en företagsvärdering vid förvärv. Vidare har vi genom att i förväg noga utforma en intervjumall för vår datainsamling, haft en strukturerad bas som medför att våra intervjuer kommit att beröra frågor som är centrala för vår frågeställning. Det finns en risk i att specifika branschskillnader existerar för hur företagen hanterar värderingsfrågor i koppling till varumärken, men vi anser att dels fallföretagens olika branschtillhörigheter och dels det faktum att flera av expertintervjuerna indikerade att dessa skillnader inte torde vara av relevans. Vidare utgör inte fallföretagen några extremfall utan kan tänkas representera andra svenska företag i liknande situation.

För vår studie är frågor som rör *reliabilitet* mer centrala. Eftersom vår studie är kvalitativ finns det en risk att vår tolkning av den empiri som företagen har presenterat för oss kan ha påverkat vår tolkning av det insamlade empiriska materialet (Merriam, 1994). Vi anser att detta är ett problem som är svårt att komma runt eftersom det är vår uppgift som författare att sammanställa den data som presenteras för oss. Emellertid har vi försökt att minska risken för detta problem genom att låta våra intervjupersoner i fallföretagen läsa igenom och godkänna den sammanställda empirin. En viss

grad av tolkningar från författarna kan dock kvarstå. Ett annat problem med studien som relaterar till reliabilitet är att informationen som ligger till grund för uppsatsen kommer från fallföretagen själva, och informationen kan därför vara vinklad av företagen för att förmedla en mer positiv bild av organisationen än hur verkligheten ser ut. Genom att låta företagen vara anonyma samt torde dock företagens incitament till att manipulera informationen till sin fördel minska. Trots denna anonymisering är vi dock medvetna om att en viss grad av vinkling kan kvarstå.

7. Referenslista

7.1 Vetenskapliga artiklar

Aaker E. A., "Managing Brand Equity- Capitalizing on the Value of a Brand Name", New York: Free Press, 1991.

Aaker E. A., "Building Strong Brands", New York: Free Press, 1996.

Basu, K., "Merging Brands after Mergers", California Management Review Vol 48 s 28-40, Nr 4, 2006.

Boulding W., Lee Enkyu och Staelin Robert, "Mastering the Mix: Do Advertising, Promotion and Sales Force Lead to Differentiation?", Journal of Marketing Research 31 Maj 159-72, 1994.

Bower, J., "Not All M&As are Alike and That Matters", Harvard Business Review s 92-101 March, 2001.

Capron, L. & Hulland, J., "Redeployment of Brands, Sales Forces, and General Marketing Management Expertise Following Horizontal Acquisitions: A Resource-Based View", Journal of Marketing Vol. 63 s 41 -54, April, 1999.

Ernst & Young, "Mergers & Acquisitions", John Wiley & Sons , Inc, 1994.

Frenandéz, P., "Valuation of brands and intellectual capital", IESE Business School, 2001.

Murphy, J., "Assessing the Value of Brands", Long Range Planning Vol. 23 s 23-28, June, 1990.

Nätstrand, C. och Swenson, M., "Varumärken – Hantering enligt IFRS 3 och IAS 38", Göteborgs Universitet, Kandidatuppsats Department of Business Administration, 2006.

Skogsvik, K., "A Tutorial on Residual Income Valuation and Value Added Valuation", Handelshögskolan i Stockholm, second revision, 2002.

Spar D. och LaMure L., "The Power of Activism: Assessing the Impact of NGOs on Global Business", California Management Review s. 78-101 Vol 45 No3 Spring, 2003.

Srivastava, R.K. et al, "Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis", Journal of Marketing Vol. 62 s 2-18, January, 1998.

7.2 Böcker

Achtmeyer W., 1994, ur Milton L. et al, "The Mergers and Acquisitions handbook", New York:Mc Graw and Hill, 1994, med kapitlet Strategic Synergies: Fact or Fiction?

Barwise T.P et al, "Accounting for brands", London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1990.

Bennett C. D., "Dictionary of Marketing Terms", Chicago: IL:American Marketing Association, 1988.

Birkin M., 1994, ur Paul Stobart, "Brand Power", New York: MC Millan Press Ltd England, 1994. Med kapitlet "Assessing Brand Value".

Bild M. , "Valuation of Takeovers", Stockholm School of Economics, EFI, 1998.

Brealey R.A. & Myers,S.C., "Principles of Corporate Finance" seventh edition, McGraw-Hill Inc., 2003.

Damodaran, A., "Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investments and Corporate Finance", John Wiley & Sons. Inc., 1994.

Holme I.M. och Solvang, B.K., "Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder", Lund: Studentlitteratur, 1997.

Kapferer J-N., "Strategic Brand Management – Creating and Sustaining Brand Equity Long Term", Second Edition, England: Kogan Page, 1997.

Kapferer J-N., "Strategic Brand Management – New Approaches to Creating and Evaluating Brand Equity", England: Kogan Page, 1992.

Kotler P. et al, "Principles of Marketing", England:Pearson Education Limited, 2002.

Koller T., Goedhart M. & Wessels D., "Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies", fourth edition, McKinsey & Company, 2005.

Larsson R., "Organizational Integration of Mergers and Acquisitions – A Case Survey of Realization of Synergy Potentials", Lund: University Press, 1989.

Lindemann J., "Brand Valuation - A Chapter from Brands and Branding" , An Economist Book,www.interbrand.com, 2004.

Florén & Gustafsson

Lorange C. (1994) ur Milton et al , "The Mergers and Acquisitions handbook", New York: Mc Graw and Hill, 1994. Med kapitlet "Corporate Aquisitions: A Strategic Perspective".

Melin F. och Urde M., "Varumärket – en hotad tillgång", Malmö: Liber ,1990.

Merriam S. B., "Fallstudien som forskningsmetod", Lund: Studentlitteratur, 1994.

Saudugaran SH, "International Accounting", USA: Thomson Learning, 2001.

White, G.I., Sondhi, A.C. & Fried, D., "The Analysis and Use of Finacial Statements", third edition, USA: John Wiley & Sons, Inc., 1997.

7.3 Internetkällor

Patent- och registreringsverket 2006a, Tillgänglig online 2006-10-19,
<http://www.prv.se/varumärke/start.html>

Patent- och registreringsverket 2006b, Tillgänglig online 2006-10-19,
<http://www.prv.se/varumärke/varfor.html>

7.4 Intervjuer

Hällefors Hans, Ph.D Student inom redovisning och rättsvetenskap, 2006-10-20.

Jennergren Peter, Professor inom finans, 2006-10-17.

Karlsson Arne, VD RatOS, 2006-11-09.

Söderström Johan, Ph.D Student och kursassistent inom finans, 2006-10-30.

Thorsell Håkan, Ph.D Student inom finans, 2006-10-17.

Intervjuer med fallföretagen:

Fall A. Ekonomidirektör, 2006-11-02.

Fall B. VD, 2006-11-03.

Fall C. Koncernekonomidirektör, 2006-11-13.

Fall D. Ekonomidirektör, 2006-11-08.

Fall E. Marknadsdirektör, 2006-11-14.

7.5 Övriga källor

Varumärkeslagen 1960: 644 1 §.

Årsredovisningar för de fem närmaste åren som föregick förvärvet samt det efterföljande året för samtliga studerade förvärvande och förvärvade bolag.

8. Appendix

Intervjuguide

1. Förvärvande bolaget

- Vad kännetecknar er bransch?
- Hur skulle du vilja beskriva er affärsidé?
- Vilka strategiska val ser ni som avgörande i framtiden för att kunna bibehålla/öka era marknadsandelar?

2. Tillväxtstrategi

- Skulle ni beskriva er affärsstrategi främst som tillväxt genom strategiska förvärv eller organisk tillväxt och varför har ni valt denna strategi?
- Vad är ett strategiskt förvärv för er?
- Hur stora och hur många förvärv gör ni årligen?
- Vad försöker ni ytterst uppnå genom förvärv, tillväxtpotential, synergifördelar eller något annat?
- Spelade målbolagets starka varumärke en avgörande roll för beslutet av förvärv? Varför är det så?

3. Målbolaget

- Hur såg målbolagets affärsidé ut?
- Vad gjorde att ni valde just detta bolag? Vilka egenskaper var viktiga?
- Vilka likheter/ olikheter fanns mellan ert bolag och målbolagets specifika verksamhet?
- Hur tänkte ni utnyttja tillgången till målbolagets varumärke? Såg ni att själva varumärket skapade några synergieffekter?

4. Kalkylmetod

- Vem utförde värderingen?
- Hur beräknade ni värdet av målbolaget?
- Vilka alternativa ansatser fann ni användbara?

- Vilka värde drivande faktorer används i metoden?
- Hur utbredd är användningen av denna metod i er organisation?
- Varför valde ni denna värderingsmetod?
- Hur var tillgången var information från målbolaget?

5. Varumärkesvärderingen

- Hur viktigt uppfattade ni att värdet på varumärket var i förhållande till vad ni betalade?
- Hur stor andel av det totala värdet utgjorde varumärket hos målbolaget?
- Hur hanterade ni i svårigheter som uppstod i värderingen av varumärket?
- På vilket sätt underlättade ett starkt varumärke värderingen?
- Beaktades risk i värderingen av totala investeringen samt varumärket och i sådana fall hur?
- Hur uppskattade ni varumärkets ekonomiska livslängd?
- Beaktades synergieffekter mellan ert bolag och det förvärvade bolaget ur varumärkessynpunkt?
- För hur många år framåt prognostiserade ni och hur kom ni fram till just denna tidsrymd?
- Gjordes några avrundningar i någon variabel eller i slutvärdet?
- Vilka för och nackdelar ser du i er hantering av varumärkesvärderingen?