

Värdering av System 3R-koncernen

På uppdrag av advokat Percy Bratt har jag upprättat en fristående värdering av System 3R koncernen, vilken jag härmed nedan redovisar.

1.1 Värderingar av System 3R-koncernens marknadsvärde

För att åsätta koncernen System 3R International AB (International) ett beräknat värde har följande grundförutsättningar slagits fast:

Moderbolaget System 3R Holding AB omfattade samma verksamhet som den nuvarande koncernen System 3R International AB.

De verksamhetsförändringar som genomförs under perioden 1994-1999 är sådana förändringar som kan inrymmas inom begreppet normalt management. Med detta menas att inga större förvärv genomförts eller att inga större förändringar av verksamhetsinriktningen genomförts.

Företagets verksamhet bedrivs på en mogen marknad med såväl mogna kunder som produkter.

I nedanstående tabell presenterar Internationals resultatutveckling under perioden 1989-1999.

MSEK	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	snitt
Omsättning	439	443	433	357	338	283	265	238	251	274	275	327
Justerat resultat före eo-poster	23	18	39	30	31	11	-11	-31	-21	-13	13	8
Schablonskatt	-6	-5	-11	-8	-9	-3	3	9	6	4	-4	-2
Justerat resultat efter schablonskatt	17	13	28	22	22	8	-8	-23	-15	-9	10	6

Under perioden 1990-1993 belastades resultatet med finansiella kursdifferenser av extraordinär karaktär av en sammanlagd storleksordning av 30 miljoner kr¹. Justerat

¹ Resultatet under denna period har därtill belastats med sammanlagt 117 miljoner kr p g a en patenttvist och dess följder.

för detta skulle bolagets genomsnittliga resultat efter schablonskatt under perioden 1989-1999 ha varit 9 miljoner kr.

1.2 Sparbankens värdering

Den av Sparbanken utförda värderingen, bilaga 1, per 1993-06-22 av System 3R-koncernen är en väl genomförd värdering vid den aktuella tidpunkten då aktieöverlåtelsen skedde. Värderingen innehåller dock dels några felaktigheter samt omfattar inte samtliga tillgångar som genom aktieöverlåtelseerna kom att tillhöra koncernen.

International koncernens värde beräknades i Sparbankens värdering till 115 miljoner kr.

Värderingen bör därtill justeras med hänsyn till patent och varumärken som ej låg i International när värderingen företogs. Patenten värderades i december 1993 till 17,3 miljoner kr. Varumärket är generellt sett av stor betydelse i verksamhet av nu aktuellt slag och har byggts upp under lång tid. Varumärket System 3R har av den nya företagsledningen beskrivits som koncernens värdefullaste tillgång. Varumärkena bör mot denna bakgrund åsättas ett värde som väsentligt överstiger ovannämnda värde på patenten. Koncernens värde översteg med denna justering av värderingen med god marginal 150 miljoner kr. Dolda reserver i fastigheter maskiner och inventarier har då inte beaktats. Se nedan punkt 1.5.

Sparbankens värdering avslutas med att man från konstaterat värde subtraherar 87 miljoner kr som nödvändigt egenkapitaltillskott. Motivet till kapitaltillskottet var att koncernen vid utgången av 1992 bokföringsmässigt redovisade negativ soliditet och behövde 87 miljoner kr för att nå upp till en soliditet på 30 % och stärka det egna kapitalet.

Ett bolags egna kapital respektive en koncerns egna kapital beskriver företagets bokföringsmässiga förmögenhet. Denna förmögenhet skiljer sig i de flesta fall väsentligt från företagets reella förmögenhet om man redovisar balansräkningens poster (såväl tillgångar och skulder) till sitt verkliga marknadsvärde.

En koncern eller ett företag kan ha ett mycket lågt synligt eget kapital och därigenom låg soliditet samtidigt som företaget har stora dolda övervärden som kan realiseras fram om så behövs. Det bokföringsmässiga egna kapitalet har alltså inget med företagets värde att göra. Vid ett kapitaltillskott på 87 miljoner kr skulle företagets substansvärde ökat med 87 miljoner kr. Det är därför felaktigt att minska företagets värde med det belopp som skall tillskjutas.

1.3 Avkastningsvärdering²

Med utgångspunkt från ovan angivna genomsnittsvinst för perioden 1989-1999 och det normala P/e-tal som ett företag av denna typ åsätts (mellan 12-15) skulle koncernens värde kunna beräknas till mellan 110 miljoner kr och 135 miljoner kr. Man får då betänka att den 11-åriga resultatperioden 1989-1999 innefattat en av 1900-talets värsta lågkonjunkturer.

En värdering utgående enbart från de senaste 5 åren med antagande att den genomsnittliga vinsten för dessa år är representativ för en normal konjunkturcykel skulle indikera ett koncernvärde på ca 220-300 miljoner kr.

1.4 Kassaflödesvärderingen³

En värdering efter P/ce-metoden skulle indikera ett värde på ca 160-200 miljoner kr grundat på resultatutvecklingen 1993-1999.

1.5 Substans - och marknadsvärdering 1993-12-31⁴

Substans - och marknadsvärderingen av System 3R-koncernen bygger på tillgångar och skulder enligt årsredovisning 1993. Sparbankens värdering från den 22 juni 1993

² Värdering utgående från den genererande vinsten beräknad med användning av P/e tal - aktuell kurs för aktierna dividerad med prognostiserad vinst. Metoden som primärt används på börsnoterade bolag kan tillämpas även på företag som inte är börsnoterade. För företag på mogna marknader har dessa P/e tal en klar tendens att stabiliseras sig kring någon form av normvärden.

³ Värdering utifrån ett mer kassaflödesorienterat synsätt med tillämpning av P/ce tal - aktuell kurs dividerad med prognos för vinst per aktie plus föregående års planenliga avskrivningar. Även dessa tal tenderar att stabilisera sig kring vissa normvärden. Flertalet verkstadsföretag ligger inom intervallet 5-15 med en tyngdpunkt kring 7-8 för företag i mer mogna faser.

⁴ Såväl tillgångs- som skuldsidan i företagets balansräkning åsätts ett marknadspris utifrån ett going - concern - perspektiv. Beträffande såväl varulager, maskiner / inventarier och fastigheter kan då betydande övervärden föreligga.

och tilläggsinformation som företagets dåvarande ledning kände till. I korthet kan värdering sammanfattas enligt följande

Anläggningstillgångar

Maskiner och inventarier

Det totala anskaffningsvärdet för maskiner och inventarier inom koncernen enligt bokslut 1993 uppgår till, bilaga 2

131.827.000

Akkumulerad avskrivning enligt plan enligt bokslut 1993

115.698.000

Bokfört värde enligt bokslut 1993

16.129.000

Uppskattat marknadsvärde för maskiner och inventarier, december 1993 inkl restvärde för leasad utrustning

60.000.000

Byggnader och mark

System 3R-fastigheter, se separat värdering, bilaga 3

70.944.000

System 3R marknadsbolag

Se Sparbankens värdering, bilaga 1

93.300.000

Patent och varumärken

Enligt värdering, bilaga 4

42.400.000

Summa anläggningstillgångar

266.644.000

Omsättningstillgångar

Enligt årsbokslut 1993, bilaga 2

165.513.000

Summa omsättningstillgångar

165.513.000

Intellektuellt kapital

Det intellektuella kapitalet tillsammans med maskiner och fastigheter skapar företagets totala marknadsvärde.

Processkapital

Samlade värdet av koncernens värdeskapande processer, databaser, administrativa rutiner, system och koncept. 5.000.000

Innovationskapital

Organisationsstruktur för forskning, konstruktion och utveckling, säkerställande av den löpande produktutvecklingen och produktion 5.000.000

Humankapital

Personalens kombinerade kompetens, skicklighet, innovationsförmåga att lösa uppgifter 5.000.000

Kundkapital - System 3R Marknadsbolag

Se ovan, värde System 3R Marknadsbolag

Summa intellektuellt kapital 15.000.000

Summa tillgångar System 3R-koncernen 447.157.000

Skulder och eget kapital

Kortfristiga skulder

Enligt bokslut, koncernen 1993, bilaga 2 90.016.000

Långfristiga skulder

Enligt bokslut, koncernen 1993, bilaga 2 180.102.000

Minoritetsintressen 1.952.000

Summa skulder och eget kapital **-272.070.000**

Summa totalt substans - och marknadsvärde **175.087.000**

1.6 Sammanfattning

En sammanvägning av ovan presenterade värderingar enligt olika värderingsmodeller indikerar att ett korrekt pris för koncernen System 3R International AB i december 1993 i intervaller var 150-200 miljoner kr. Tar man hänsyn till den i dagsläget

konstaterade utvecklingen samt företagens fortsatta utveckling in i det nya årtusendet, skulle en värdering sluta på betydligt högre nivåer.

Ovanstående sifferuppgifter grundar sig på den värdering som utfördes år 2001.

Vid en förnyad kontroll och analys av underlaget har jag inte funnit någon anledning till att förändra antagandet avseende bolagets värde.

Ekerö den 20 december 2012



Kjell Öhrström