

Krisetider kjennetegnes av fallende volum, prispress og krevende rammebetingelser for finansiering – og selvsagt verdifall. Så hvilken rolle kan M&A ha i slike situasjoner?

Krevende rammebetingelser i krisetider

Alle vet hva som skjer i nedgangstider, eller ...? Mye er opplagt, men har vi tenkt nok igjennom konsekvensene for forretningsutvikling?

La oss starte med en rekapitulering av det åpenbare:

- Etterspørselen faller
- Prispresset øker (fra kunder eller konkurrenter)
- Inntjening og kontantstrøm faller (pga. fallende volum og priser)

Dette er selvfølgeligheter, følge-effektene er mer interessante:

- ✓ *Kapasitetsutnyttelsen faller* (pga. fallende volum)
- ✓ *Verdiene faller* (pga. fallende inntjening og kontantstrøm)
- ✓ *Tilgang på finansiering bremser opp* (pga. økt risiko)

La oss ta en liten runde på finansaritmetikk før vi ser på hvilke konsekvenser dette får for forretningsutvikling og M&A.

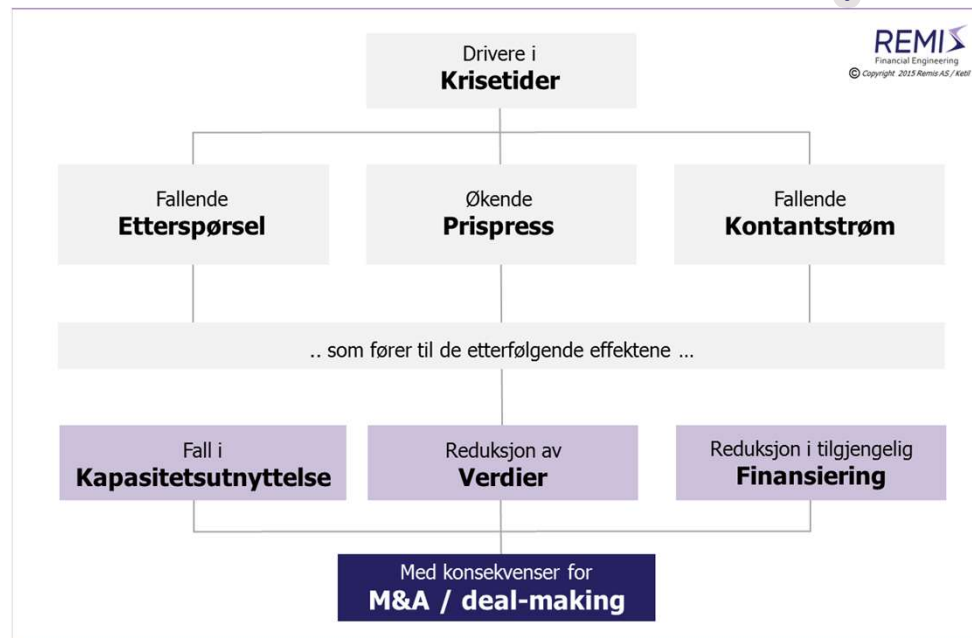
Det er en kjensgjerning at verdifallet i finansmarkedene er bratt og brutalt i nedgangstider – og kraftigere enn stigningstakten i gode tider.

Hvorfor?

Når medgang snus til nedgang skjer tre ting samtidig i formlene for nåverdiberegninger i analytikernes regneark:

- Kontantstrømmene reduseres (åpenbart)
- Vekstfaktorene endres (undervurdert)
- Risikopremien økes (undervurdert)

En kombinasjon av f.eks. en 20% reduksjon i kontantstrøm, en 2% reduksjon i langsiktig vekst og en 2% økning i risikopremien gir



Figur 1: Effekter av økonomisk nedgang

typisk ca. en halvering av nåverdien og dermed av selskapsverdiene.

Dette er årsaken til de voldsomme verdifallene når konjunktorene snur. Det forklarer også hvorfor spontane endringer i forventninger kan gi store korreksjoner i finansmarkedene i en oppgangsperiode.

Plutselige verdifall er problematiske fordi de skaper et misforhold i prisforventninger mellom kjøpere og selgere og usikkerhet hos banker og investorer. Derfor er knapphet på finansiering også nesten alltid en ubehagelig rammebetingelse i krisetider når restrukturering er på agendaen.

Men effekten av plutselige verdifall er kun en omvei til vår egentlige diskusjon om driverne for M&A i krisetider:

- ✓ Pga. fall i kapasitetsutnyttelse blir **tilpasninger til sprang i faste kostnader** det primære målet for omstilling og restrukturering
- ✓ Pga. verdifall er det **lettere å gjøre transaksjoner ved relativ prising (dvs. fusjoner)** enn ved kjøp eller salg (som betyr absolutte verdier)
- ✓ Pga. behovet for likviditet (stram kontantsituasjon og knapp finansiering) er det **spesielt viktig å redusere arbeidskapitalen**

La oss se nærmere på disse tre observasjonene.

En kombinasjon av f.eks. 20% reduksjon i kontantstrøm, 2% reduksjon i langsiktig vekst og 2% økning i risikopremien gir typisk en ca. halvering av nåverdien.

Dette er årsaken til de voldsomme verdifallene når konjunktorene snur

Fagnotat #7: Vinn eller forsvinn – om M&A i krisetider

Det første prinsippet for bruk av M&A i krisetider er bedring i kapasitetsutnyttelse og tilpasning av volum

I fagnotat #8 ser vi på 8 ulike måter å konkurrere på og hvilke av disse som M&A (dvs. fusjoner og oppkjøp) egner seg til (og hvilke *ikke!*), men for å foregripe: forbedring av kostnadsposisjon – gjennom skala- og kapasitetstilpasninger er én av dem.

Ta en titt på figur 2 som viser kostnadssprang i et typisk logistikk- eller produksjonssystem: Kostnader er ikke lineære: de kommer i sprang som representerer kapasitetstrinn: f.eks. innføring av skift 2 på et sentrallager; en utvidet avdelingsstruktur, eller å endre antall trinn i en logistikk-kjede. Maksimering av kapasitetsutnyttelse minimerer normalt også enhetskostnader. Dette betyr å plassere seg ved de grønne pilene i figuren – enten ved å bevege seg mot høyre med høyere volum – men like gjerne til venstre for å oppnå høy utnyttelse med lavere kapasitet, lavere volum og lavere faste kostnader.

Derfor er reduksjon i kapasiteten (ned til volumet) eller kjøp av volum (opp til kapasiteten) *det første prinsippet* for M&A og deal-making i nedgangstider. Dette motivet ligger langt unna driverne i *oppgangstider* – som f.eks. typisk er økte markedsandeler eller bedret distribusjon.

Det andre M&A prinsippet i nedgangstider er bruk av relativ prising og fusjoner fremfor absolutte verdier

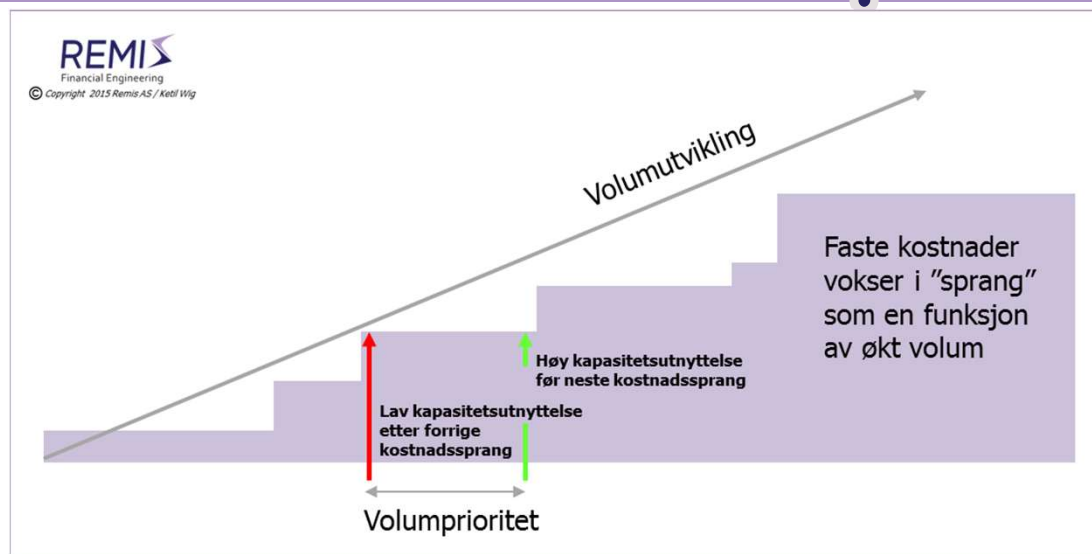
I nedgangstider faller verdiene fort og raskere enn verdiforventingene. Derfor er det krevende å kjøpe volum for å bevege seg mot høyre i figur 2. Selgere aksepterer ikke brå verdifall og salg av «høns i regnvær». Mange salg stopper også fordi kjøpere ikke får finansiering.

Det andre prinsippet er at derfor at det er enklere å få igjennom en transaksjon med *bytte* av verdielementer gjennom relativ prising – fremfor å forhandle om absolutte verdier. Derfor er fusjoner et viktig virkemiddel for å tilpasse kapasitet til volum i en nedgangskonjunktur.

Det tredje prinsippet for M&A i krisetider er frigjøring av arbeidskapital gjennom styrt reduksjon i omsetning

I oppgangstider tenker vi for lite på at en gjennomsnittsbedrift binder ca. 20% av omsetningen i arbeidskapital. Et selskap med normalt driftsresultat og utbyttegrad er typisk selvfinansierende opp til ca. 6% årlig vekst. Kapitalknapphet er derfor sjelden på agendaen.

Men i nedgangstider blir det annerledes. En reduksjon i omsetning på 100' kan f.eks. både bedre kapasitetsutnyttelsen (ref. grønn pil i figuren), og samtidig frigjøre opptil ca. 20'' i likviditet. Denne effekten er



Figur 2: Kapasitets- og volumtilpasninger ift. sprang i faste kostnader

også uavhengig av lønnsomhetsgraden fordi selv et salg kun av drift med lav lønnsomhet vil frigjøre arbeidskapitalen. Goodwill kommer i tillegg. Og i nedgangstider kan likviditetsfrigjøring være den viktigste prioriteten.

Det tredje prinsippet er derfor at en styrt omsetningsreduksjon i vanskelige tider ikke et defensivt trekk, men derimot et offensivt trekk for å fremskaffe handlingsrom.

Bruk av M&A i nedgangstider utvikler konkurransekraft

I lavkonjunkturer reduseres det strategiske handlingsrommet. De tre viktigste prinsippene for konsistens mellom M&A og strategivalg i motgangstider er: 1) Tilpasse volum ift. kapasitet og sprang i faste kostnader; 2) Utnytte potensialet i fusjoner (fremfor kjøp og salg); og 3) Frigjøre arbeidskapital gjennom styrt og selektiv reduksjon i omsetning.

Slik beholdes og utvikles konkurransekraften – også i krisetider.

Ketil Wig er daglig leder i Remis AS, og bygget tidligere opp spesialistselskapet Rokade AS innen M&A og integrasjoner/snuoperasjoner som ble overtatt av KPMG i 2012. Fra 2013-15 var han ansvarlig for M&A området i Deloitte Norge. Tidligere bakgrunn er fra McKinsey & Co., Andersen Consulting/ Accenture, samt fra en rekke management-for-hire oppdrag i Norge og internasjonalt. Han er utdannet siviling. fra NTH/NTNU, samt siv.øk./MBA fra Stanford University. Han arbeider nå selvstendig med rådgivningsoppdrag og styreverv. Se også www.linkedin.com/in/ketilwig

De tre viktigste prinsippene for M&A strategier i motgang er: 1) Tilpasse volum ift. kapasitet og sprang i faste kostnader; 2) Utnytte potensialet i fusjoner (fremfor kjøp og salg); og 3) Frigjøring av arbeidskapital

