



Køb af virksomhed

Værdiansættelse og Finansiering

v/Statsautoriseret revisor og partner Torben Hald

STATSAUTORISERET
REVISIONSPARTNERSELSKAB



BEIERHOLM - medlem af HLB International
- et verdensomspændende netværk af uafhængige revisionsfirmaer og virksomhedsrådgivere

Hvad er værdien af en virksomhed?

Den værdi, som virksomheden kan handles til på et givet tidspunkt mellem en uafhængig køber og sælger, hvor parterne hver for sig har handlet på et velinformeret grundlag og uden tvang.

I praksis findes der derfor ikke en sikker værdi af en virksomhed

Hvad gør man så?

- **Man beregner alternative værdier ud fra alternative forudsætninger**
- **Anvendes til at fastlægge minimums- og maksimumsprisen**

Overordnede beregningsmodeller

- **Nutidsværdien af fremtidige pengestrømme (DCF)**
- **Sammenligningsmetoden (Multipel)**
- **Substansmetoden (handelsværdien af aktiverne)**

Forudsætningerne for DCF- og multipelmetoden

Indtjening i virksomheden:

- **Historisk indtjening:** Kan kun anvendes til at underbygge den fremtidige indtjening
- **Fremtidig indtjening:** Underbygges af den historiske indtjening og forretningsplan
- **Normaliseret indtjening:** Indtjeningen korrigeret for usædvanlige / unødvendige poster

Hvad kan påvirke indtjeningen?

- **Synergi**
- **Vækst**
- **Kompetencer**
- **Teknologi**
- **Markedsforhold**
- **Skal man betale for det man selv kan tilføre virksomheden?**

Forudsætningerne for DCF- og multipelmetoden fortsat..

Behov for investeringer i anlægsaktiver:

- **Hvorledes har de historiske investeringer været?**
- **Hvad er behovet for fremtidige investeringer?**
- **Betydning af teknologisk udvikling?**

Pengebinding i omsætningsaktiver:

- **Er virksomhedens arbejdskapital optimeret?**
- **Hvilke krav vil en eventuel vækst stille til arbejdskapitalen?**

Forventet renteomkostning:

- **Hvad er investors krav til forrentning af den investerede kapital?**
- **Hvilken rente kan virksomheden låne til?**

Eksempel

	Realiseret		Budget					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Omsætning	12.000	11.500	11.000	12.000	13.000	14.000	15.000	16.000
EBITDA	1.000	950	900	1.000	1.100	1.200	1.300	1.400
Afskrivninger	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Renter	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Skat	-192	-180	-168	-192	-216	-240	-264	-288
Resultat	608	570	532	608	684	760	836	912
`= resultat der kan udloddes som udbytte								
EBITDA	1.000	950	900	1.000	1.100	1.200	1.300	1.400
Renter	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Skat	-192	-180	-168	-192	-216	-240	-264	-288
Forskydning i arbejdskapital	50	50	50	50	50	50	50	50
Investeringer	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20
Afdrag på gæld	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditet til rådighed	738	700	662	738	814	890	966	1.042
Rentebærende gæld	3.438	2.700	2.000	1.262	448	-442	-1.408	-2.450

Eksempel

	Realiseret		Budget					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Omsætning	12.000	11.500	11.000	11.000	11.500	12.000	12.500	13.000
EBITDA	1.000	950	900	900	950	1.000	1.050	1.100
Afskrivninger	-100	-100	-100	-120	-130	-130	-140	-140
Renter	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
Skat	-192	-180	-168	-163	-173	-185	-194	-206
Resultat	608	570	532	517	547	585	616	654
`= resultat der kan udloddes som udbytte								
EBITDA	1.000	950	900	900	950	1.000	1.050	1.100
Renter	-100	-100	-100	-110	-120	-130	-140	-150
Skat	-192	-180	-168	-163	-173	-185	-194	-206
Forskydning i arbejdskapital	50	50	50	0	-50	-50	-50	-50
Investeringer	-20	-20	-20	-100	-50	-50	-100	-50
Afdrag på gæld	0	0	0	0	0	0	0	0
Likviditet til rådighed	738	700	662	527	557	585	566	644
Rentebærende gæld	3.438	2.700	2.000	1.262	705	120	-446	-1.090

Begreber

- **WACC – Weighted Average Cost of Capital: Gennemsnitlig renteomkostning.**
- **EBIT – Earnings Before Interest and Taxes: Indtjening før renter og skat**
- **EBITDA – Earnings Before Interest and Taxes and Depreciation: Indtjening før renter, skat og afskrivninger**
- **P/E – Price / Earning: Pris i forhold til indtjening**
- **DCF – Discounted Cash Flow: Nutidsværdien af fremtidige pengestrømme**
- **Multipel: Den faktor man ganger indtjeningen med for at finde prisen**

WACC

Sammensættes af:

- Risiko frie rente
- Renten på fremmedkapital
- Beta-værdi (usikkerhedsfaktor)

P/E

- **Price /Earning er udtryk for prisen for en årlig indtjening på kr. 1.**
- **P/E er en simpel form for multipel beregning.**
- **P/E-værdien for børsnoterede virksomheder fremgår f.eks. af Børsens lister. P/E er her beregnet på grundlag af det senest aflagte årsregnskab.**
- **Sammenlignelige virksomheder skal som udgangspunkt have samme P/E.**
- **Da man sjældent kender P/E for sammenlignelige virksomheder, er det i praksis vanskeligt at anvende denne metode.**
- **P/E for børsnoterede virksomheder kan ikke anvendes på ikke-børsnoterede virksomheder. Ved børsnoterede virksomheder betales der en præmie for at investeringen er likvid.**
- **P/E kan dog anvendes som en indikator for forventningen om den forrentning man får af investeringen.**

Eksempel P/E

Hvis en virksomhed har et
overskud på t.kr. 1.000 og
værdien ansættes til t.kr. 20.000

er P/E på 20, hvilket svarer til
forrentning på 5%

DCF

- **Nutidsværdien af fremtidige pengestrømme.**
- **Der foretages tilbagediskontering af de forventede fremtidige pengestrømme med WACC.**
- **Det sidste år i budgetter / estimater anvendes som terminal året = det år, der forventes at være identisk med alle fremtidige år.**
- **Terminalåret får en meget stor andel af den beregnede værdi.**
- **Derfor er der en del usikkerhedsmomenter ved modellen (Indtjening – likviditet - wacc).**

Eksempel

WACC	13,0%
Vækstrate for terminalperiode	1,0%

	1	2	3	4	
Beløb i t.kr.	2015	2016	2017	2018	Terminal
Driftsresultat før skat (EBIT)	800	900	1.000	1.100	1.200
- Skat af driftsresultat	192	216	240	264	288
+ Afskrivninger	100	100	100	100	100
Cash Earnings	708	784	860	936	1.012
+/- forskydning i arbejdskapital	50	50	50	50	50
Pengestrøm fra driften	758	834	910	986	1.062
+/- Anlægsinvesteringer	-20	-20	-20	-20	-20
Frit Cashflow til långivere og ejere	738	814	890	966	1.042
Diskonteringsfaktor	0,885	0,784	0,694	0,614	
Nutidsværdi af Frit Cashflow	653	638	617	593	
Kapitalværdi af frit cashflow	2.502				
Kapitalværdi af frit cashflow for terminalværdi	5.351				
Værdi ekskl. ikke-driftsmæssige aktiver	7.853				
Værdi af ikke driftsmæssige aktiver	0				
Værdi inkl. ikke-driftsmæssige aktiver	7.853				
Rentebærende gæld	1.262				
Estimeret værdi af egenkapital	6.591				

Eksempel

WACC	13,0%
Vækstrate for terminalperiode	1,0%

	1	2	3	4	
Beløb i t.kr.	2015	2016	2017	2018	Terminal
Driftsresultat før skat (EBIT)	680	720	770	810	860
- Skat af driftsresultat	163	173	185	194	206
+ Afskrivninger	120	130	130	140	140
Cash Earnings	637	677	715	756	794
+/- forskydning i arbejdskapital	0	-50	-50	-50	-50
Pengestrøm fra driften	637	627	665	706	744
+/- Anlægsinvesteringer	-100	-50	-50	-100	-50
Frit Cashflow til långivere og ejere	537	577	615	606	694
Diskonteringsfaktor	0,885	0,784	0,694	0,614	
Nutidsværdi af Frit Cashflow	475	452	427	372	
Kapitalværdi af frit cashflow	1.726				
Kapitalværdi af frit cashflow for terminalværdi	3.562				
Værdi ekskl. ikke-driftsmæssige aktiver	5.288				
Værdi af ikke driftsmæssige aktiver	0				
Værdi inkl. ikke-driftsmæssige aktiver	5.288				
Rentebærende gæld	1.262				
Estimeret værdi af egenkapital	4.026				

Multipl

- **Anvendes som udgangspunkt som sammenligningsgrundlag for værdier af solgte virksomheder.**
- **Anvendes ofte som en simpel beregningsmetode ved værdiansættelse.**
- **Multiplens størrelse er udtryk for kravet til forrentning = sikkerheden i investeringen.**
- **Multiplen ganges med et resultattal, som hovedregel EBITDA, og der fratrækkes rentebærende gæld for at få egenkapital værdien.**
- **Skal anvendes med megen forsigtighed, da den indeholder en del usikkerhedsmomenter (Øjebliksbillede af balancen – indtjeningen – multiplens størrelse).**

Eksempel 4

Multipelberegning			
Ebitda 2015	900	900	900
Multibel	7	8	9
Værdi på gældfri basis	6.300	7.200	8.100
Rentebærende gæld	-1.262	-1.262	-1.262
Værdi af virksomhed	<u>5.038</u>	<u>5.938</u>	<u>6.838</u>

Substansmetoden

- **Værdiansættelse af virksomhedens enkeltaktiver til markedsværdi.**
- **Goodwill kan være et af aktiverne.**
- **Værdien af de samlede aktiver fratrækkes værdien af gælden, hvorved virksomhedens værdi fremkommer.**
- **Mest anvendelig, hvor der er et reguleret marked for virksomhedens aktiver (f.eks. landbrug), eller en fast praksis for værdiansættelse.**
- **Anvendes i praksis ofte på mindre virksomheder, samt i liberale erhverv.**
- **Der skal reguleres for skat af merværdier ved handel med selskaber.**

Eksempel 5 - Substansmetoden

Substansmetoden

	Bogført		Handels
	Værdi	Regulering	værdi
Goodwill	0	1.000	1.000
Driftsmidler	1.500	-200	1.300
Debitorer	1.000		1.000
Varelager	1.500	-300	1.200
Egenkapital	-2.000	-380	-2.380
Udskudt skat	0	-120	-120
Bankgæld	-1.000		-1.000
Kreditorer	-500		-500
Anden gæld	-500		-500
	0	0	0

Hvordan finder man værdien?

- **Beregning ved hjælp af en af eller flere af beregningsmodellerne.**
- **Udarbejd egen forretningsplan og budget.**
- **Kontrolberegning.**

Eksempel 6

Kontrolberegning

	2015	2016	2017	2018	2019
Købesum	7.853				
Egenfinansiering	-853				
Gæld	7.000	6.711	6.333	5.862	5.293
Rente 6 %	420	403	380	352	318
Skat	-101	-97	-91	-84	-76
Udbytte	-608	-684	-760	-836	-912
Ny gæld	6.711	6.333	5.862	5.293	4.623

Eksempel på forløbet af en værdiansættelse

- **Udarbejdelse af egen forretningsplan**
- **Estimat på forventet fremtidig indtjening**
- **Forventede investeringer**
- **Finansieringsplan**
- **Værdiberegninger (forskellige metoder og scenarier)**
- **Kontrolberegning**
- **Vurdering af situationen (hvad er virksomheden værd og hvad kan den købes for)**

Finansiering

- **Kan være vanskeligt**
- **Forbered det inden processen går i gang**
- **Forsøg eventuelt at finde medinvestor**
- **Kapitalfond**
- **Få udskilt ikke nødvendige aktiver**
- **Leasing**
- **Virksomhedspant**
- **Medfinansiering fra sælger**
- **Selskabsstruktur**

Afslutning

Brug rådgivere:

Advokater

Revisorer

Corporate Finance firma

**Andre med erfaring og/eller
branchekendskab**

Tak for i dag



Torben Hald

Statsaut. Revisor, Partner

Tel. 8732 5754

Mob. 20291799

toh@beierholm.dk

www.beierholm.dk



BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE