



Værdiansættelse og finansiering

Masterclass om virksomhedsopkøb

Peder Pedersen
Statsaut. revisor, partner

STATSAUTORISERET
REVISIONSPARTNERSELSKAB



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



Værdiansættelse og finansiering

- **Indledende overvejelser ved virksomhedskøb**
 - Strategisk virksomhedsanalyse
 - Regnskabsanalyse / budgetter
 - Succesfaktorer og deal-breakers
- **Værdiansættelse og synergier**
- **Due Diligence**
- **Finansiering**
- **Integration**



BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

Indledende overvejelser ved virksomhedskøb

- **Strategisk analyse**
 - Egner virksomheden sig til overtagelse?
 - Selskabsstruktur, ledelse, organisering
 - Forretningsgrundlag
Marked, produkter, medarbejdere, kunder, leverandører, konkurrenter, faciliteter, samarbejdspartnere
 - SWOT-analyse (stærke/svage sider; trusler/muligheder)
- **Regnskabsanalyse**
- **Budgetter – følsomhedsberegninger**
- **Værdiindikation – inkl. synergier**
- **Vurdering af kritiske succesfaktorer og deal-breakers**
- **Stop or go**

Værdiansættelse og finansiering

▪ Indledende overvejelser ved virksomhedskøb

- Strategisk virksomhedsanalyse
- Regnskabsanalyse / budgetter
- Succesfaktorer og deal-breakers

➔ ▪ Værdiansættelse og synergier

- Due Diligence
- Finansiering
- Integration



BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

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 ikke en 100% sikker værdi af en virksomhed ... men vi har nogle modeller, som kan hjælpe os godt på vej.

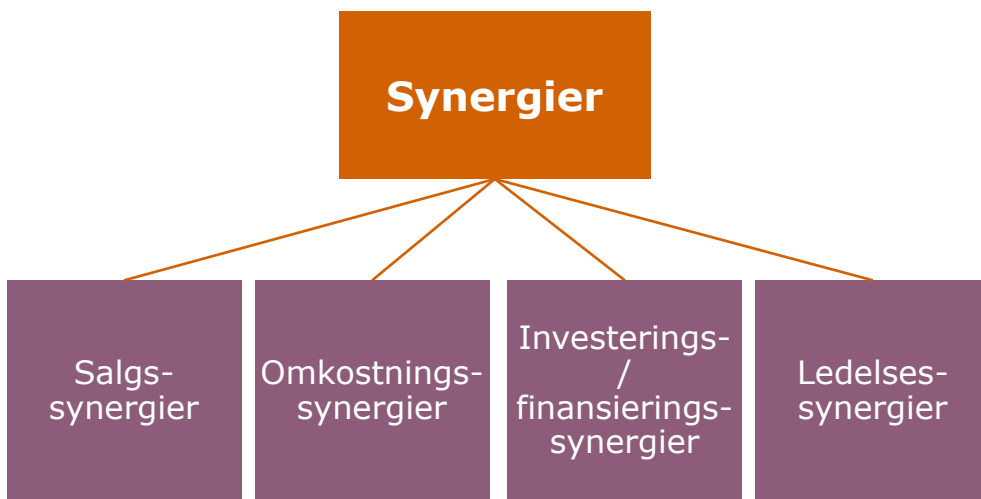
Værdiansættelse ved køb af virksomhed

Værdiansættelse og synergier

- Tager udgangspunkt i fremtidig indtjening på grundlag af historiske tal
- Dvs. budgetter udarbejdes på grundlag af en historisk regnskabsanalyse
- Synergier medtages i værdiansættelsen
- Husk følsomhedsberegninger, f.eks.
 - Omsætning + / - 10%
 - Ændring i DG + / - 2%

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

Hvordan identificeres synergierne?



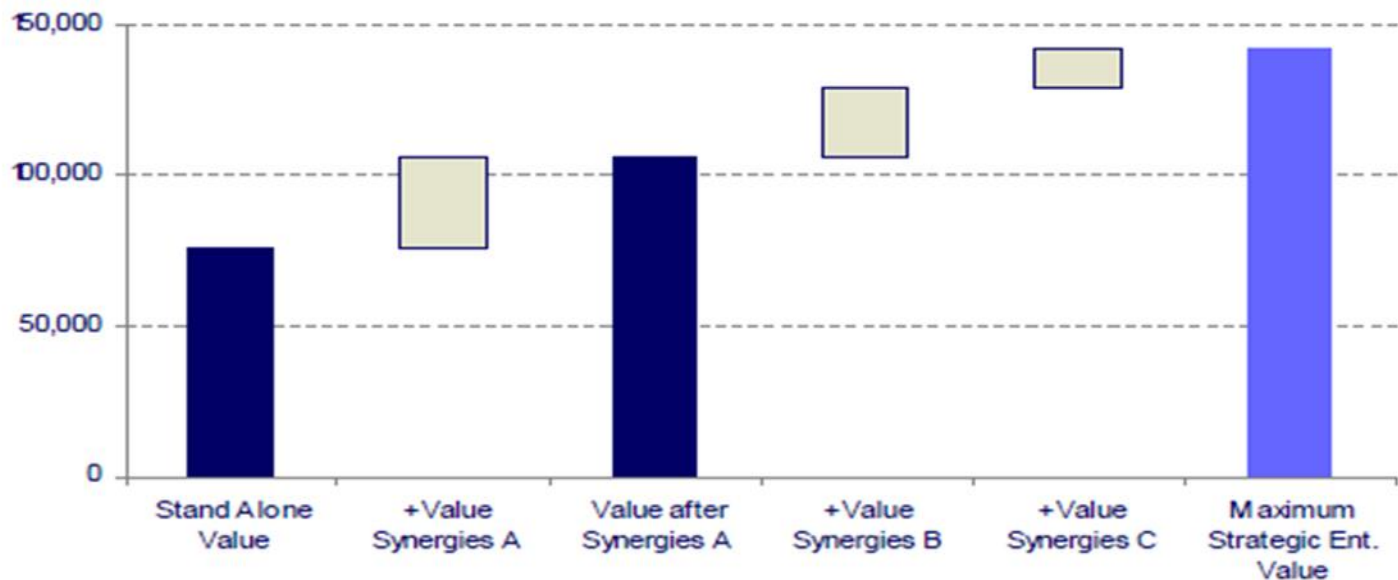
$$\underline{\underline{2 + 2 = 5}}$$

- **Salgssynergier**
Fælles udnyttelse af distributionskanaler (krydssalg)
- **Omkostningssynergier**
Større indkøbsvolume og overlappende funktioner sammenlægges
- **Investeringssynergier**
Udnyttelse af fælles produktionsanlæg
- **Finansieringssynergier**
Lavere finansieringsomkostninger
- **Ledelsesynergier**
Overføre eksisterende ledelsesressourcer på nye produkter/markeder

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

... og hvem skal have værdien af synergierne?

Stand-alone & synergies value



Værdiansættelse ved køb af virksomhed

Husk særligt fokus på "value drivers"



Værdiansættelse ved køb af virksomhed

Værdiansættelsesmodeller

- **Substansmetoden** (handelsværdi af aktiver)
- **Normalindtjening** (multiple)
- **Discounted Cashflow** (teoretisk korrekt)
- + mange flere

Husk: Brug flere og lav realitetstjek – gå 3 skridt tilbage

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

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.**

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

Substansmetoden

Egenkapital til bogført værdi

- + merværdier ejendom / inventar m.v.
- mindre værdi lager og debitorer m.v.
- + goodwill (og synergier)
- 23,5% skat i ændring af merværdier
- = Værdi af selskab

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

Normalindtjeningsmetoden

“Normaliseret fremtidig indtjening” før renter og skat inkl. synergier

x multipliceret med 4 – 6 (faktor kan være højere)

- rentebærende gæld

+ værdipapirer og indestående

= Værdi af selskab

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

Normalindtjeningsmetoden: Eksempel 1

■ Forudsætninger

- 5 ansatte
- Normal resultat før renter og skat 500 tkr.
- Egenkapital 1.000 tkr.
- Rentebærende gæld 100 tkr.
- Afkastkrav før skat 17% = faktor 6
- Resultat e. rt. og skat 360 tkr.

■ Beregninger

- $500 \text{ tkr.} * 6 = 3.000$
- Rentegæld -100
- **Værdi 2.900**
- Merværdi 1.900
(for aktierne)
- Tilbagebetaling 8 år
(værdi ift. resultat e. skat)

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

Normalindtjeningsmetoden: Eksempel 2

■ Forudsætninger

- 100 ansatte
- Normal resultat før renter og skat 3.500 tkr.
- Egenkapital 12.300 tkr.
- Rentebærende gæld 12.000 tkr.
- Afkastkrav før skat 17% = faktor 6
- Resultat e. renter og skat 1.915 tkr.

■ Beregninger

- $3.500 \text{ tkr.} * 6 = 21.000$
- Rentegæld -12.000
- **Værdi 9.000**
- Merværdi (for aktierne) -3.300
- Tilbagebetaling 4,7 år (værdi ift. res. e. skat)

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

DCF

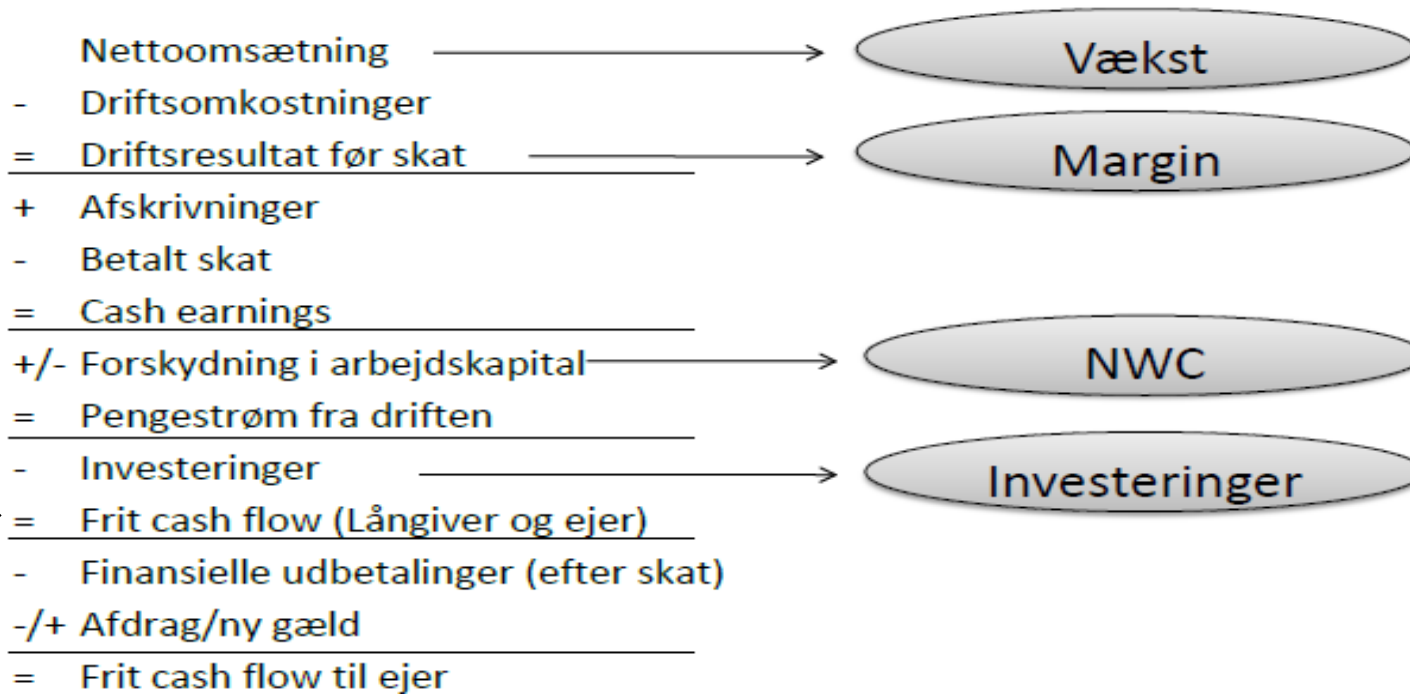
- **Nutidsværdien af fremtidige pengestrømme.**
- **Der foretages tilbagediskontering af de forventede fremtidige pengestrømme med WACC.**
- **Det sidste år i budgetter / estimater anvendes som terminal året = det år, der forventes at være identisk med alle fremtidige år.**
- **Terminalåret får en meget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

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

DCF

Den tilbagediskonterede cash flow model (DCF)

Budgetteret frit cash flow for en given periode



FSR / Thomas Plenborg

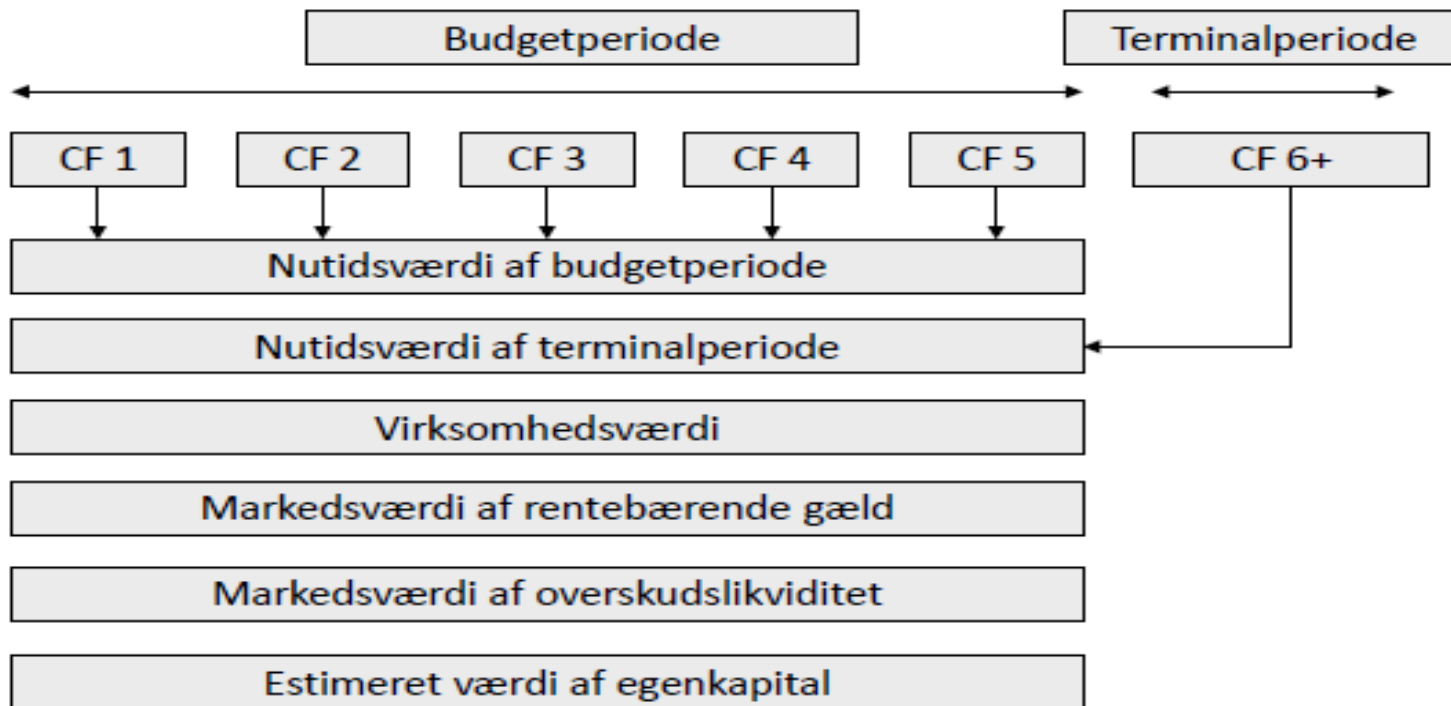
BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

DCF

Den tilbagediskonterede cash flow model (DCF)

Estimation af virksomhedsværdi - opsummeret



FSR / Thomas Plenborg

BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

DCF

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				

Værdiansættelse ved køb af virksomhed

DCF

WACC

$$WACC = GA \cdot r_d \cdot (1 - t_s) + EKA \cdot r_e$$

Hvor

WACC = vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger

GA = Gældsandel

r_d = Lånerente

t_s = Selskabsskatteprocent

EKA = Egenkapitalandel

r_e = Ejers afkastkrav

Værdiansættelse og finansiering

- **Indledende overvejelser ved virksomhedskøb**

- Strategisk virksomhedsanalyse
- Regnskabsanalyse / budgetter
- Succesfaktorer og deal-breakers

- **Værdiansættelse og synergier**



- **Due Diligence**

- **Finansiering**

- **Integration**



BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

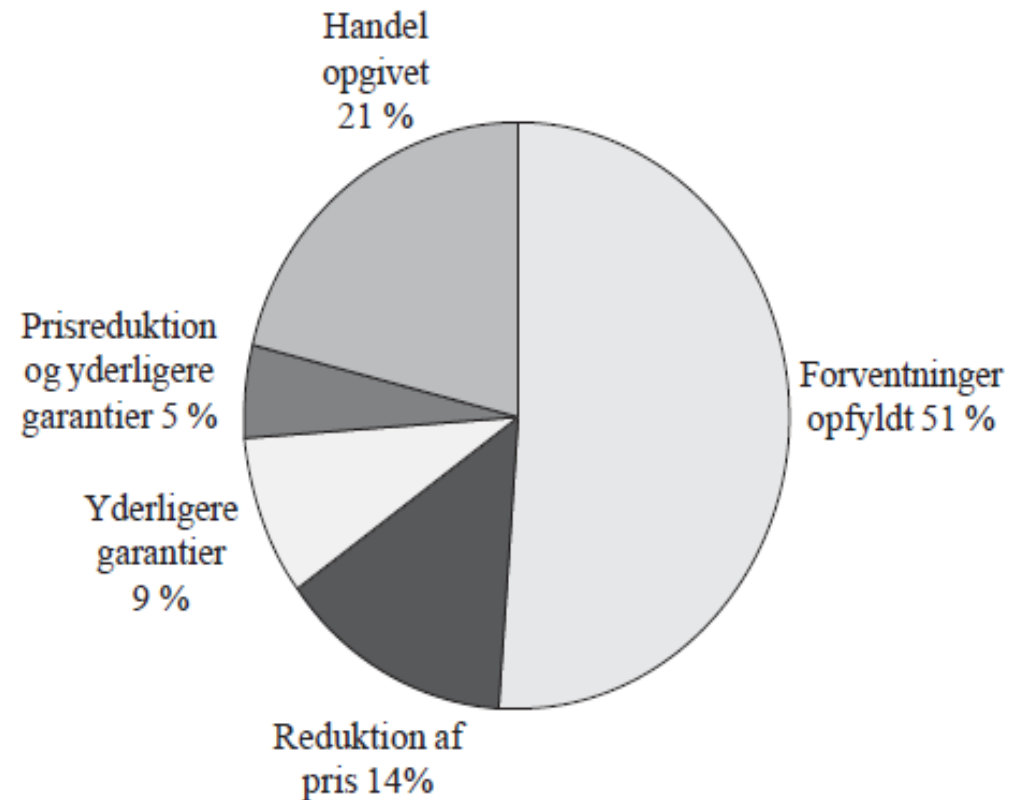
Hvorfor?

**Forventninger
(be- eller afkræftes)**

Risikoafdækning

Kan påvirke:

- Værdiansættelsen
- Selve handlen

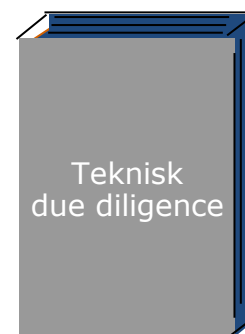
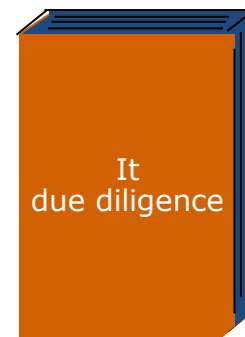
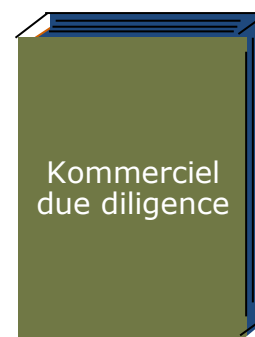


Husk: hurtig identifikation af "deal breakers"

Due Diligence

- **Fokuser på det, der skaber værdi for virksomheden**

- **Tilrettelæg due diligence således, at den fokuserer på de kritiske succesfaktorer**
- **Lav værdiansættelse på baggrund af disse nye informationer – vurder synergierne**
- **Undersøg indtjeningskvaliteten, budgetafvigelser og lignende**
- **Iværksæt relevante typer af due diligence:**
 - Finansiell (og skattemæssig)
 - Kommerciel
 - Juridisk
 - Miljømæssig
 - Markedsmæssig
 - Teknisk
 - It



Værdiansættelse og finansiering

- **Indledende overvejelser ved virksomhedskøb**
 - Strategisk virksomhedsanalyse
 - Regnskabsanalyse / budgetter
 - Succesfaktorer og deal-breakers
- **Værdiansættelse og synergier**
- **Due Diligence**
- ➔ **Finansiering**
- **Integration**



BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

- **Kreditforening**
- **Banklån**
- **Vækstkaution (garanti)**
- **Leasing**
- **Debitorbelåning**
- **Sælger**
 - **Gældsbrief**
 - **Earn-out**
 - **Løbende ydelser (udbyttemodellen)**
- **Overtagelsesmodel**
 - **Køb af aktier/anparter**
 - **Køb af aktivitet**
- **Er der mulighed for at "slanke" virksomheden inden købet?**
 - **skal ikke købe penge med penge**
 - **frasalg af driftsfremmed aktiviteter**
 - **belåning / udskilning af ejendom (og maskiner)**
 - **udbytte**

Værdiansættelse og finansiering

- **Indledende overvejelser ved virksomhedskøb**
 - Strategisk virksomhedsanalyse
 - Regnskabsanalyse / budgetter
 - Succesfaktorer og deal-breakers
- **Værdiansættelse og synergier**
- **Due Diligence**
- **Finansiering**
- ➔ ■ **Integration og opsummering**



BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

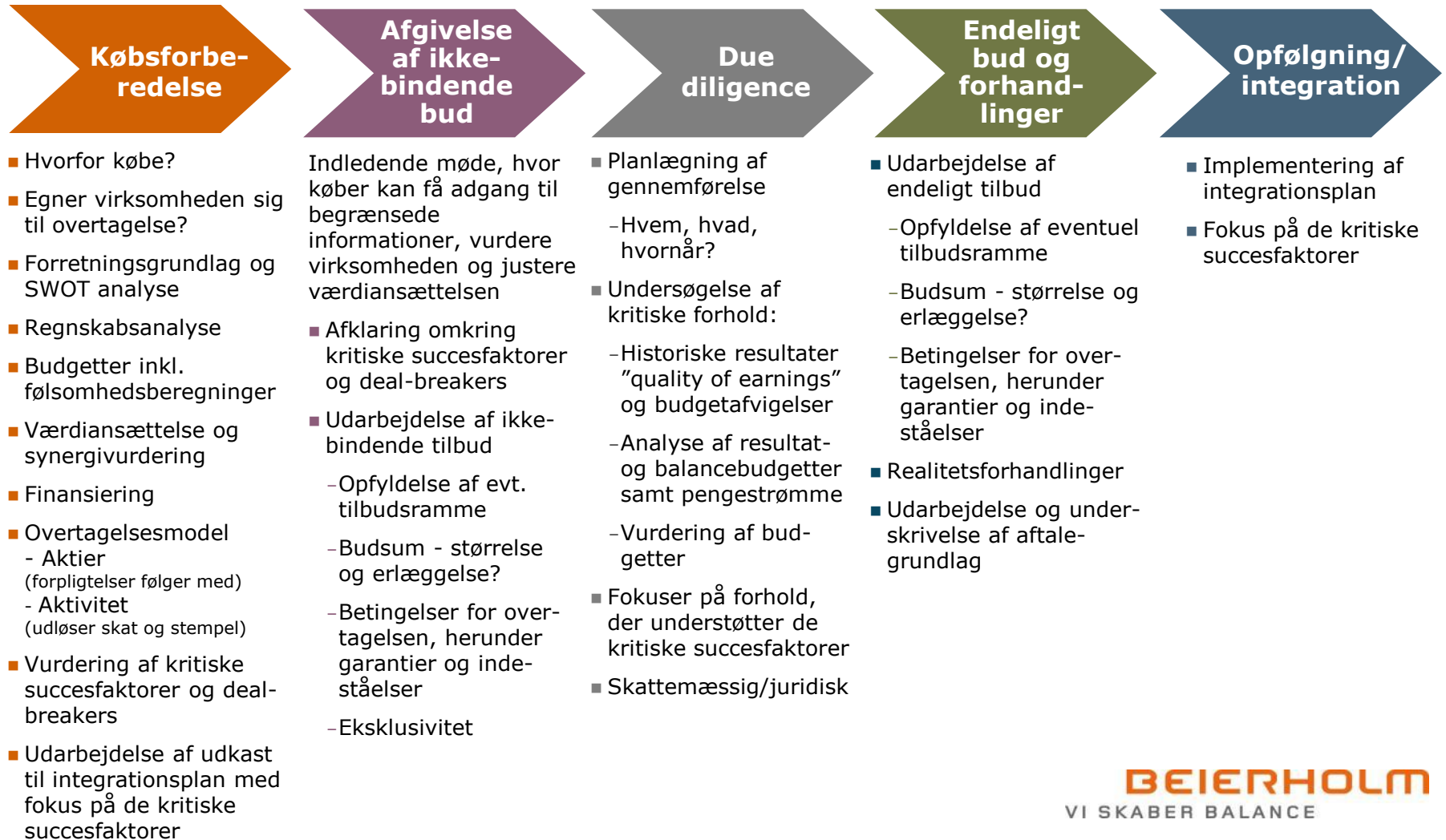
Udarbejdelse af integrationsplan

- Arbejdet med integrations-planen bør starte, før et indikativt bud er afgivet
- Integrationsplanen er hele processens kørselsvejledning – den skal tilpasses og opdateres løbende
- Identificer organisatoriske og kulturelle forskelle mellem de to virksomheder
- Opstil en detaljeret "køreplan", der starter ved eller før underskrivelsen af købsaftalen
- Opstil de økonomiske mål-sætninger, der skal nås, og hvordan de kan måles

Integrationsplan

- Hvad er vigtigst at opnå ved opkøbet?
- Hvordan opnås de forventede synergier?
- Hvem gør hvad, og hvornår?
- Hvordan evalueres synergierne?
- Hvornår evalueres synergierne?

Faserne i en typisk købsproces



Dukker et spørgsmål op..

...så er I altid velkomne til at kontakte os:

BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE



Peder Pedersen
Statsautoriseret revisor
Partner

Mobil: 53 62 00 69
E-mail: ppe@beierholm.dk
Direkte: 73 53 45 41

Kolding
Esbjergvej 20
6000 Kolding

Tel.: 75 53 74 00
Fax: 75 52 96 41
www.beierholm.dk

STATSAUTORISERET
REVISIONSPARTNERSELSKAB

BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE



Henrik Larsen
Statsautoriseret revisor
Partner

Mobil: 40 56 88 23
E-mail: hel@beierholm.dk
Direkte: 73 53 45 30

Kolding
Esbjergvej 20
6000 Kolding

Tel.: 75 53 74 00
Fax: 75 52 96 41
www.beierholm.dk

STATSAUTORISERET
REVISIONSPARTNERSELSKAB

BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE



Værdiansættelse og finansiering

Masterclass om virksomhedsopkøb

Peder Pedersen
Statsaut. revisor, partner

STATSAUTORISERET
REVISIONSPARTNERSELSKAB



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

