

Køb af virksomhed

Værdiansættelse

Værdiansættelse – hvad koster den?

Findes der i praksis en værdi ”man kan sætte to streger under”?

- ”Ja” - hvis man er i besiddelse af alt viden om, hvordan indtjeningen vil være i ubegrænset tid fremover.
- I praksis – **”Nej”**

Hvor meget koster en virksomhed?

- ***”Det beløb, som virksomheden kan handles til på værdiansættelsesdatoen mellem en villig køber og en villig sælger i en arms længde transaktion, hvor parterne hver har handlet på et velinformeret grundlag og uden tvang.”***

Hvad påvirker værdiansættes en virksomhed?

- Prisen fastsættes - som hovedregel - på grundlag virksomhedens evne til at generere pengestrømme/likviditet
 - Godt indtjenende virksomheder har derfor normalt en højere værdi end virksomheder med lav indtjening.
 - Undtagelse hvis virksomheden har et stort fremtidigt indtjeningspotentiale. Dette indregnes i værdien, selvom indtjeningen ikke er realiseret endnu
 - Dermed kan vi konkludere at historisk indtjening ikke er relevant når virksomheder skal værdiansættes. Det der købes, er virksomhedens evne til fremadrettet at skabe indtjening.
- Sælger og køber anvender modeller til at opgøre en værdi.

Modeller – de teoretiske

- Discounted Cash Flow (DCF-modellen) og varianter
 - Nutidsværdien af fremtidige pengestrømme. Der sker diskontering til nutidsværdi med en rente, der opgøres som den risiko frie rente + renten på fremmedkapital + beta-værdi (usikkerhedsfaktor)
 - Der er rigtig mange usikkerhedsfaktorer (indtjening og elementer i renten), så i praksis er den svært anvendelig.
 - Store usikkerheder om indtjening efter 5 år.
 - I modellen indgår forventet indtjening efter 5 år med en meget stor andel af værdiansættelsen. Hvis 8% i rente, så kommer 68% af værdien fra terminalværdien. Ved 16% i rente kommer 48% af værdien fra terminalværdien
 - Modellen er teoretisk korrekt, men har ingen praktisk relevans
 - Hvis sælger præsenterer jer for en værdi opgjort efter denne model, så er denne værdi formodentlig meget for høj.

Modeller – de teoretiske

- Discounted Cash Flow (DCF-modellen) og varianter
 - Varianter er f.eks. Normalindtjeningsmodellen, hvor der tages udgangspunkt i historiske tal og tillægges vægtning. F.eks. Seneste år får den højeste vægtning. Eventuelt kan budgetperioder tillægges og gives en vægt. De samlede vægtede resultater sammenlægges og en "normalindtjening" opgøres.
 - I praksis meget mere anvendelig – MEN pas stadig på
 - Historiske tal indgår
 - Budgetperiode indgår – dvs. de kortere fremtidsudsigter
 - Vægtninger kan anvendes til at justere i modellen
 - Normalindtjeningen anvendes herefter til værdiansættelse og indtjeningen diskonteres. Derfor er det en variant af Discounted Cash Flow, men mere simpelt at forstå

Modeller – de teoretiske

- Multipler
 - P/E (Price/Earning). Hvad er prisen for årlig indtjening på 1 kr.?
 - I børsnoterede virksomheder fremgår P/E-værdien af f.eks. Børsens lister.
 - Hvis sammenlignelige virksomheder, så skal prisen som udgangspunkt være ens. Hvis jeg skal betale 5 kr. for at tjene 1 kr. om året ved virksomhed A, mens jeg skal betale 10 kr. for at tjene 1 kr. om året ved virksomhed B, så vælger jeg A.
 - Hvis vi kender indtjeningen og hvis vi kender P/E-værdien, så kan vi i et effektivt marked opgøre en markedsværdi
 - I praksis er det vanskeligt, da P/E-værdien ikke kendes, så dermed bliver værdiansættelsen svær.

Modeller – de teoretiske

- Substansværdier
 - Hvis det ikke har noget formål at værdiansætte indtjeningen, så kan man værdiansætte virksomhedens værdier.
 - Varelager / driftmidler mv. værdiansættes og disse betales særskilt
 - Merværdier (goodwill) er ikke en del af virksomhedens værdi, da goodwill baseres på forventning om fremtidig indtjening.
 - Substansværdi er den individuelle værdiansættelse af virksomhedens værdier og gæld.
 - Modellen er let forståelig og håndgribelig, men det væsentlige punkt ved værdiansættelsen - merværdierne – medtages ikke.

Modeller – de praktiske

- I vil ved køb af virksomheden møde begreber som
 - WACC (Weighted Average Cost of Capital)
 - EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)
 - EBITDA (Earnings Before Interest and Taxes and Depreciation of Assets)
 - P/E (Price/Earning)
 - Skal der købes aktier eller aktivitet?
 - Og mange flere
- Begreberne er mange og ordene er specielle (og gerne engelske). Når man ser igennem alt det, så gælder definitionen af en markedspris fortsat – som på den første planche
 - EBIT er i øvrigt bare engelsk for ”resultat før renter” og,
 - EBITDA er ”resultat før afskrivninger”.

Modeller – de praktiske

Normalt forløb af en værdiansættelse af en virksomhed

- Estimat på en normalindtjening for virksomheden – som den ser ud i dag
- Estimat på en normalindtjening af aktiviteter som sælger har igangsat, og som er implementeret, men som ikke har resultatvirkning endnu.
 - Det er sjældent at vi må lave korrektioner for sådanne.
 - Sælgers budgetter udviser typisk en meget bedre indtjenende virksomhed fremover, når der sammenholdes med tidligere resultater
 - Kontrol af, at der er afsat lønvederlag der er normal for arbejdstid/opgave mv. Indehaveren skal have en normalløn for udført arbejde. Lønreduktion der giver et højere resultat, skal identificeres, så der korrigeres herfor.
 - Normalforbrug af driftsmidler indregnes. Hvis de er fuld afskrevne, korrigeres herfor
- Når der kendes en normalindtjening af virksomheden, så igangsættes værdiansættelsen

Modeller – de praktiske

Vurdering af tilbagebetalingstid

- Afkastet af virksomheden er lønvederlag og overskud.
 - Lønvederlaget skal ikke indgå yderligere i værdiansættelsen, da denne omkostning skal være på markedsniveau og er nødvendig at afholde for at realisere resultatet.
 - Overskuddet bruges til at tilbagebetale den merværdi der er betalt for virksomheden (goodwill)

Hvor meget er en normal tilbagebetalingstid?

- 1 år? / 2 år? / 5 år? / 10 år?
- Det afhænger reelt af, hvor meget afkast køber vil have af sin investering
 - Desto større risiko, desto større afkastkrav

Modeller – de praktiske

Nu til eksempler:

Resultat før afskrivning (EBITDA)	150	Driftsmidler	250
Afskrivninger	-50	Varelager	100
Resultat før finansielle poster (EBIT)	100	Aktiver i alt	350
Renteudgifter	-10	Egenkapital	230
Resultat før skat	90	Bankgæld	120
Skat	-20	Passiver i alt	350
Resultat før skat	70		

- Resultat før finansielle poster er markeret. Dette er det væsentligste nøgletal til værdiansættelsen.
- Renter medtages ikke, da virksomhedens værdi ikke ændres, afhængig af, hvordan køber finansierer den (med indskudt kapital eller med lån)
- Balancen er meget simplificeret.
- Resultatopgørelsen er normaliseret. Afskrivninger svarer til det der skal reinvesteres for at lave indtjeningen.
- **Hvad er virksomhedens værdi?**

Modeller – de praktiske

Resultat før afskrivning (EBITDA)	150	Driftsmidler	250
Afskrivninger	-50	Varelager	100
	<hr/>		<hr/>
Resultat før finansielle poster (EBIT)	100	Aktiver i alt	350
Renteudgifter	-10		
	<hr/>		
Resultat før skat	90	Egenkapital	230
Skat	-20	Bankgæld	120
	<hr/>		<hr/>
Resultat før skat	70	Passiver i alt	350
	<hr/>		

Beregning af værdi ved brug af de teoretiske modeller:

- Discounted Cash Flow: Denne anvendes ikke pga. datagrundlag
- Normalindtjening: Hvis resultatet er normaliseret og der ønskes et afkast på 20% p.a. før skat, så er værdien $100 / 0,20 = \underline{500}$.
- Multipler: Novo Nordisk har en P/E på 21,15 i 2013. Det giver en værdi på 2.115, svarende til et beregnet afkast på 4,26% før skat (90/2115)
- Substansværdi: Hvis kun værdiansættelse af virksomheden uden hensyn til indtjening, så er værdien den samme som egenkapitalen, dvs. 230.

Modeller – de praktiske

Resultat før afskrivning (EBITDA)	150	Driftsmidler	250
Afskrivninger	-50	Varelager	100
	<hr/>		<hr/>
Resultat før finansielle poster (EBIT)	100	Aktiver i alt	350
Renteudgifter	-10		
	<hr/>		
Resultat før skat	90	Egenkapital	230
Skat	-20	Bankgæld	120
	<hr/>		<hr/>
Resultat før skat	70	Passiver i alt	350
	<hr/>		

Beregning af værdi ved brug af de ***praktisk tilgang***:

- Vil investor købe virksomheden for 230 (egenkapitalen) for at få et afkast på 90 (resultat efter renter), dvs. årligt forretning af den investerede kapital på 39%
- Indikerer det, at der er goodwill/merværdier i virksomheden?

Modeller – de praktiske

Resultat før afskrivning (EBITDA)	150	Driftsmidler	250
Afskrivninger	-50	Varelager	100
	<hr/>		<hr/>
Resultat før finansielle poster (EBIT)	100	Aktiver i alt	350
Renteudgifter	-10		
	<hr/>		
Resultat før skat	90	Egenkapital	230
Skat	-20	Bankgæld	120
	<hr/>		<hr/>
Resultat før skat	70	Passiver i alt	350
	<hr/>		

Beregning af værdi ved brug af de ***praktisk tilgang***:

- Hvad er et rimeligt afkast? – 15% før skat. Dvs. at hvis køber overtager bankgælden og renterne, så er værdien $90 / 0,15 = 600$. Merværdier er her $600 - 230 = 370$
 - Afskrivning over 5 år, er 74 pr år. Resultatet for de første 5 år reduceres til $90 - 74 = 16$ før skat.
 - Det betales en merpris svarende til ca. de første 4 års overskud før skat
- Intet problem, hvis indtjening opretholdes i hele perioden. Så er goodwill/merværdien der stadig. Den er bare afskrevet

Modeller – de praktiske

- **Hvad er virksomhedens værdi (fortsat)**
 - Sammenhæng med vurdering af oprindeligt afkastskrav:
 - Afkast efter 5 år: Indtjening før skat = 90. Investering = 600. Afkast herefter er $90/600 = 15\%$ før skat.
 - Goodwill skal afskrives efter gældende lov. At den afskrives betyder ikke at den forsvinder. Hvis virksomheden præsterer uændrede resultater efter afskrivningsperioden, er merværdierne der fortsat.
 - Vi bruger oftere begrebet ”tilbagebetalingstid”. Hvor mange års overskud afleveres for at købe virksomheden? Hvornår får man selv fuld afkast af den investerede kapital?

Køb af virksomhed

Finansiering

Finansiering

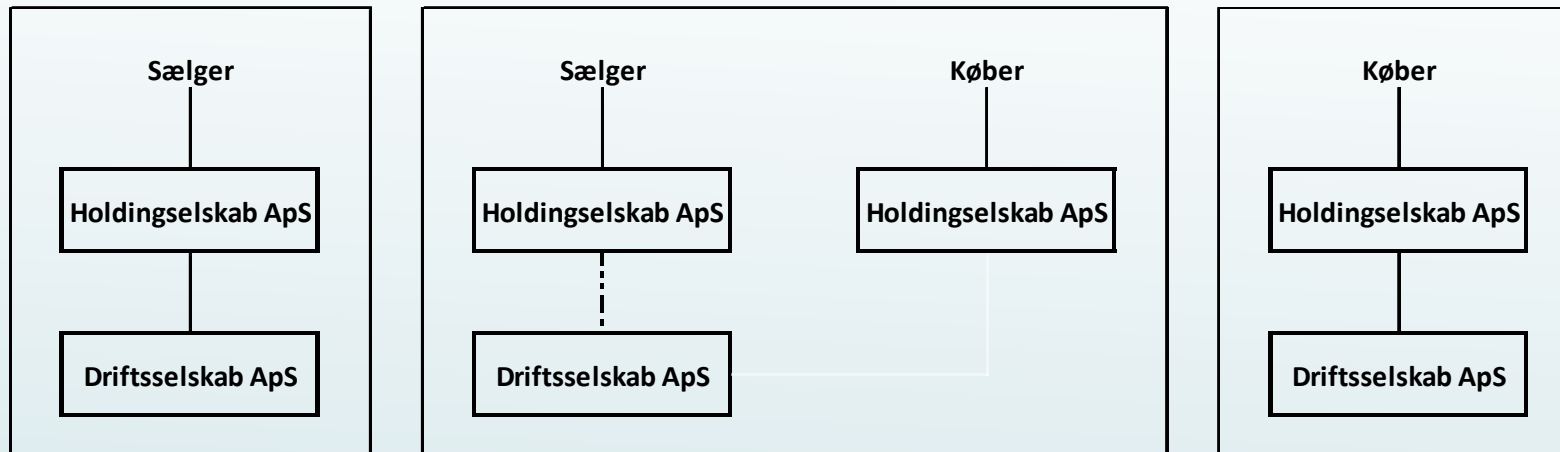
Når sælger og køber har opnået enighed om prisen på virksomheden, så skal køber fremskaffe finansiering til købet.

- Finansiering kan være egenfinansiering eller fremmedfinansiering.
 - Egenfinansiering er privat opsparing/friværddi i bolig mv
 - Fremmedfinansiering er finansiering der ydes på grundlag af virksomhedens forhold
 - Lån med sikkerhed i driftsmidler, varelager, debitorer (virksomhedspant)
 - Sale-and-Leaseback af driftsmidler (kun nye)
 - Lån med kaution fra ejer
 - Sælgerfinansiering med gældsbrief
 - Earn-out modeller

Køb af aktier eller aktivitet

En virksomhed kan købes ved at

1) Købe aktierne/anparterne i selskabet

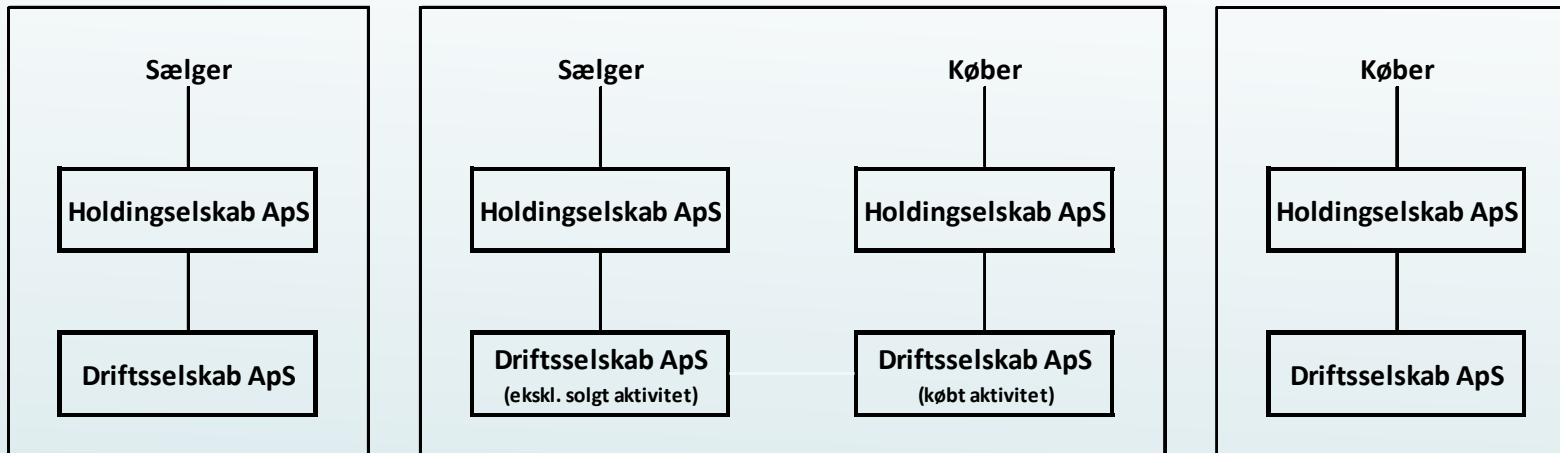


- Sælger bevarer holdingselskabet, men sælger alle anparter i driftsselskabet til købers holdingselskab.

Køb af aktier eller aktivitet

En virksomhed kan købes ved at

2) Købe aktiviteten



- Sælger bevarer holdingselskabet og driftsselskabet, da der kun sælges aktiviteten fra driftsselskabet. Der sker salg til et nyt selskab som køber har oprettet.

Køb af aktier eller aktivitet

Forskelle på de 2 varianter:

Aktivitet	Aktier
Man køber aktivitet til markedspris, herunder goodwill. Kræver større finansiering	Udskudt skat finansierer købesum, så mindre finansiering
Fuld afskrivningsret på afskrivningsberettigede aktiver	Indtræden i de afskrivninger og grundlag der er foretaget.
Kun det købte følger med	Overtagelse af alle rettigheder og forpligtelser
Bemærk hvis virksomhedsovertagelse, så skal medarbejdere med	Alle medarbejderforpligtelser følger altid med
Kræver mest likviditet	Kræver mindst likviditet

Ejerstrukturer

Det er hensigtsmæssigt at etablere en fleksibel ejerstruktur på erhvervelsestidspunktet. Dette indebærer næsten konsekvent etablering af et holdingselskab.

- Skattefrie udbytter fra driftsselskab
- Sambeskatning, så skattemæssige resultater sammenlægges
- Obligatorisk hvis aktier købes i driftsselskabet, da udbytte fra driftsselskab skal anvendes til af afvikle gæld.
- Pengetank/kreditorsikring
- Frasalg skattefrit, hvis salg af aktier

Køb af formuende virksomhed

Hvis selskabet der ønskes købt er formuende, så vil egenkapitalen være høj. Hertil tillægges de merværdier der er opgjort ved værdiansættelsen af virksomheden. Problemstillingen er, at køber ikke kan skaffe finansiering til købet.

Derfor anvendes ofte A/B-modellen.

- 1) Sælger laver en opdeling af aktieklassen i driftsselskabet i A-aktier og B-aktier
- 2) Alle A-aktierne tillægges en forlods udbytteret svarende til del af egenkapitalen på købstidspunktet der ikke er lovpligtig selskabskapital. Herved modtager sælger vederlag for alle optjente værdier, og køber skal ikke finansiere dem
- 3) Andel af B-aktierne overdrages herefter skattefrit fra sælgers holdingselskab til købers holdingselskab. Køber betaler kun kurs 100 af den købte selskabskapital
- 4) Udbytte udloddes fra driftsselskabet til sælgers holdingselskab, indtil at hele det forlodsaftalte udbytte er betalt (der findes mange forskellige varianter, nogle har bl.a. åremålsbegrænsninger)
- 5) Modellen kan eventuelt udvides med endnu en aktieklasse, hvor f.eks. der tilfalder en udbytteret på 100 tkr, så køber kan skatteoptimere

Efterfølgende indskud i selskabet

Hvis der er behov for ny finansiering i selskabet – på et senere tidspunkt efter erhvervelsen, så er der forskellige måder det kan laves på.

- 1) Nyt indskud som selskabskapital. Fordel er at der er skattemæssig fradragsret, såfremt kapitalindskuddet tabes. Ulempe er, at det er vanskeligt at få adgang til den indskudte likviditet igen
- 2) Udlån til selskabet mod betaling af rente. Fordel er at det er let at få tilbagebetalt beløbet, når selskabets forhold tillader det. Ulempen er, at der aldrig opnås fradrag for et tab.
- 3) Udlån til selskabet som konvertibelt gældsbrief. Fordel er, at det er et gældsbrief der kan konverteres til aktier eller indfries igen, hvormed det er let at få adgang til likviditeten igen. Desuden er der fradragsret på samme måde som ved indskud af selskabskapital, såfremt indskuddet tabes. Ulempen er omkostninger til etablering af gældsbriefet.

Kontaktoplysninger



Henrik Sondrup
Partner, statsautoriseret revisor
hs@redmark.dk
Kontor: 86133100 / Mobil: 24413819



Thomas Amby
Partner, statsautoriseret revisor
taa@redmark.dk
Kontor: 86133100 / Mobil: 21267999