



## Nyhedsbrev – Maj 2003

1. Skal virksomheden vurderes ud fra indtjening eller cash flow ?
2. Egenkapitalens ringe betydning for virksomhedens værdi
3. Planlægning af generationsskifte
4. Tilmelding og afmelding, samt Kontakt - Ønsker du fortsat at modtage dette nyhedsbrev?

### Velkommen

Kære læser.

Velkommen til endnu et nummer af Schrøder • Lucas & Partneres nyhedsbrev.

Vi bliver naturligvis som rådgivere inden for køb, salg og sammenlægninger af virksomheder ofte spurgt om værdien af en given virksomhed. Ofte er dette én blandt flere af de opgaver vi løser i forbindelse med gennemførelsen af en virksomhedshandel. I dette nyhedsbrev har vi i to artikler derfor valgt at sætte fokus på elementer indenfor værdiansættelse af virksomheder.

Derudover rapporterer vi fra en undersøgelse af mindre og mellemstore virksomheders planlægning af generationsskifte, som Dansk Industri offentliggjorde i begyndelsen af 2003.

God læselyst!

### 1. Skal virksomheden vurderes ud fra indtjening eller cash flow ?

Nogle af de gængse værdiansættelsesmetoder vurderer virksomhedens værdi ud fra meget forskellige parametre. Det gælder f.eks. substansmetoden, hvor det er virksomhedens egenkapital og goodwill, der er udgangspunktet, Price Earnings (P/E)-metoden, hvor det er virksomhedens indtjening, og Discounted Cash Flow (DCF), hvor det er virksomhedens fremtidige likviditetsstrømme (cash flow), der er afgørende. Der synes at være en vis enighed blandt virksomhedsmæglere og øvrige, der beskæftiger sig med køb og salg af virksomheder, om, at virksomhedens egenkapital har en mindre betydning for vurderingen af virksomhedens værdi end indtjening og cash flow (se i øvrigt artikel 2 nedenfor). Men hvordan vurderes indtjening og cash flow i forhold til hinanden, når virksomhedens værdi skal vurderes ?

I virksomheder med et ”normalt” udviklingsforløb vil de to størrelser følges ad. En nogenlunde stabil indtjening vil også generere et nogenlunde stabilt cash flow. Men i virksomheder, der vokser kraftigt, og hvor omsætningsaktiver som debitorer og lagre stiger, eller hvor der investeres kraftigt, således at anlægsaktiverne stiger, vil billedet se anderledes ud. Her kan man opleve, at indtjeningen, f.eks. resultat før skat, vokser betydeligt, mens virksomhedens cash flow er negativt. En konsekvens af dette vil være, at vurderingen af virksomhedens værdi kan give et meget forskelligt resultat afhængigt af om værdiansættelsen sker ud fra en P/E vurdering eller en DCF-vurdering.

Det omvendte vil være tilfældet i virksomheder med en faldende aktivitet og en faldende indtjening. Her kan man opleve en stigende likviditet, fordi lagre og debitorer falder, og fordi der investeres



mindre end der afskrives for. Dette betyder, at virksomhedens værdi vurderet ud fra DCF vil give en høj værdi på virksomheden, mens P/E-vurderingen vil give en lavere værdi.

Blandt større virksomheder, herunder især børsnoterede virksomheder, blandt professionelle finansielle investorer og i bankkredse, spiller en virksomheds cash flow en stadig stigende betydning for vurderingen af virksomhedens aktieværdi.

Det er jo det fremtidige cash flow, der skal bruges til yderligere afkastgivende investeringer, udbytte eller at nedbringe virksomhedens engagement med banken. Derudover kan man argumentere for, at der ved anvendelse af DCF-modellen kastes lys på en række strategiske og finansielle forhold og forudsætninger for værdiansættelsen, som naturligt er med til at styrke vurderingen af en virksomheds værdi.

Blandt mindre og mellemstore virksomheder i Danmark, og især i solide virksomheder, hvor likviditeten og finansieringen spiller en mindre rolle, er der fortsat en tendens til at fokusere mere på indtjeningen end på virksomhedens fremtidige cash flow. Virksomhedens daglige ledelse arbejder efter indtjeningsbestemte mål og virksomhedens ejer måler også succesen på størrelsen af indtjeningen.

Der er således ingen løsning på, hvilken metode der er den rigtige til at vurdere virksomhedens værdi, og hvorvidt det er rigtigt alene at fokusere på indtjeningen eller på virksomhedens cash flow. Ovenstående eksempler illustrerer imidlertid, at der i den konkrete situation kan være behov for at anvende flere modeller til vurdering af værdien. Ovenstående illustrerer også, at såvel køber som sælger med de forskellige modeller har betydelig mulighed for at påvirke modpartens opfattelse af, hvad der er den "rigtige" pris på virksomheden.

Som rådgivere i forbindelse med køb og salg af virksomheder bliver vi ofte involveret i værdiansættelse af virksomheder. Udgangspunktet for vores værdiansættelse vil oftest være en kombination af flere forskellige modeller. Derudover trækker vi naturligvis også på vor erfaring fra tidligere handler, ligesom vi i de konkrete sager nøje vurderer, hvor stor interessen fra købersiden for den enkelte virksomhed måtte være.

## **2. Egenkapitalens ringe betydning for virksomhedens værdi.**

Mange virksomhedsejere betragter aktivmassen og egenkapitalen i årsregnskabet som en indikation for, hvilke værdier, der er i virksomheden, og dermed også som en indikation for, hvor meget virksomheden, excl. goodwill, er værd ved et eventuelt salg. Ofte viser dette sig ikke at være tilfældet, når virksomhedens værdi skal vurderes af potentielle virksomhedskøbere.

Balancen i en virksomheds regnskab skal snarere betragtes som hvilke investeringer, der på et givent tidspunkt er foretaget i virksomheden, og hvordan disse er finansieret. Som det vil være bekendt for de fleste er aktiv-siden de midler, som enten er investeret i anlægsaktiver eller i omsætningsaktiver. Disse investeringer er finansieret af fremmed kapital eller af egenkapital.

Personer med erfaring fra virksomhedshandler vil vide, at den værdi virksomheden handles til ofte er meget forskellig fra den bogførte egenkapital. Enten kan egenkapitalen være meget lille i forhold



til virksomhedens værdi, fordi der er et stort potentiale i virksomheden (høj goodwill), eller virksomhedens værdi kan være mindre end egenkapitalen på grund af et ringe potentiale i virksomheden (badwill).

Det er alment kendt, at allerede afholdte omkostninger og allerede foretagne investeringer ingen betydning har for fremtidige dispositioner. Det samme gælder for virksomhedens værdi: Hvor mange bygninger, maskiner, og hvor stort et lager virksomheden har på et givent tidspunkt (ved regnskabet's aflæggelse), og dermed hvor stor egenkapitalen er, spiller en begrænset rolle for virksomhedens aktuelle værdi.

Skulle man se på afholdte omkostninger, som spiller en rolle for virksomhedens værdi, optræder disse snarere i driftsregnskabet end i balancen. Hvor mange midler virksomheden har anvendt til at positionere sig og slå sit navn eller sine varemærker fast gennem en målrettet markedsføring, har i høj grad betydning for en eventuel køber af virksomheden. Det samme kan siges om forsknings- og udviklingsaktiviteterne, som kan være afgørende for, hvor stærkt virksomheden står i den fremtidige konkurrence, og dermed hvor stærk virksomhedens fremtidige indtjeningssevne er. Og kun i meget få virksomheder aktiveres udgifter til markedsføring samt udgifter til forskning og udvikling, hvorfor disse investeringer ikke fremgår af balancen.

Egenkapitalen afspejler naturligvis også de historiske resultater, der har været realiseret i virksomheden. Men de realiserede resultater kan også være udloddet som udbytte, hvorfor egenkapitalen ofte kun afspejler en begrænset del af virksomhedens historiske indtjening.

I tilfælde, hvor soliditeten i en virksomhed er unormalt høj, og der uden at gældsætte virksomheden voldsomt kan udloddes udbytte, vil en høj egenkapital naturligvis af denne vej indirekte få betydning for virksomhedens værdi, eller rettere det provenu sælger får ved et salg.

Det, som spiller en rolle for virksomhedens værdi, er således ikke et statisk billede af virksomhedens kapitalforhold, men en vurdering af virksomhedens dynamiske evne til at tjene penge og generere cashflow – i dag og i særdeleshed fremover. Med til at sandsynliggøre virksomhedens forventede fremtidige indtjeningssevne og de fremtidige likviditetsstrømme hører selvfølgelig også en vurdering af virksomhedens historiske evne til at generere kapital.

### 3. Planlægning af generationsskifte

Dansk Industri offentliggjorde i begyndelsen af 2003 resultatet af en undersøgelse af mindre og mellemstore virksomheders planlægning af generationsskifte.

Resultatet af undersøgelsen understreger, at der hos mange ejere er stor usikkerhed om, hvordan generationsskiftet skal gennemføres. Ejere af ca. 100 virksomheder med under 100 medarbejdere blev bl.a. spurgt om, hvorvidt de havde konkrete planer for et generationsskifte.

- Kun 40 % af de adspurgte, alle i alderen 50 – 60 år, havde påbegyndt planlægningen af et kommende generationsskifte.
- Flertallet af de adspurgte (75 %) mente, at det kan blive vanskeligt at finde en køber til virksomheden, mens kun 10 % forventede, at det ville blive let at finde en køber.



Det er et samfundsproblem, at der er så stor usikkerhed om mange mindre og mellemstore virksomheders fremtid, og det er overraskende, at så få ejere af disse virksomheder ikke er påbegyndt generationsskifte processen - ikke mindst, når halvdelen af de adspurgte i undersøgelsen samtidig hævder, at det er væsentligt at sikre medarbejdernes job.

Det er almindelig kendt, at en virksomhedsoverdragelse tager tid. Ofte anvender virksomhedsejeren tiden til at gøre virksomheden salgsklar, finansielt og skattemæssigt, d.v.s. etablere holdingselskab, reducere balancen m.v.

Det er imidlertid langt vigtigere for en potentiel køber af virksomheden, at denne er gjort salgsklar på det forretningsmæssige område. Her tænkes bl.a. på at reducere afhængigheden af nøglekunder og nøgleleverandører, at uddelegere kompetencen så virksomhedsejerens betydning for virksomheden reduceres og at sikre, at de administrative systemer i virksomheden fungerer m.v.

Og mens den finansielle ”klargøring” af virksomheden måske kan klares på få år, kan man risikere, at den forretningsmæssige ”klargøring” kan tage endnu længere tid.

En virksomhedsejer bør således løbende holde sin virksomhed salgsklar. Dels vil det være en fordel i virksomhedens løbende drift, og dels kan det jo være, at der melder sig en køber på banen før end man tror det !

#### 4. Ønsker du fortsat at modtage dette nyhedsbrev?

Nyhedsbrevet fra Schrøder • Lucas & Partnere udsendes frit og kvit 3-4 gange om året til de abonnenter, der ønsker at modtage det. Hvis du ikke ønsker at modtage nyhedsbrevet, så giv besked på: [afmeld@slpartnere.dk](mailto:afmeld@slpartnere.dk). Tilmelding til elektronisk modtagelse af nyhedsbrevet med oplysning om navn og email-adresse kan altid ske til: [tilmeld@slpartnere.dk](mailto:tilmeld@slpartnere.dk).

For ris, ros og spørgsmål, samt øvrige henvendelser til Schrøder • Lucas & Partnere, skriv da på følgende email-adresse: [nyhedsbrev@slpartnere.dk](mailto:nyhedsbrev@slpartnere.dk).

Kontakt os med email eller på telefon:



Gert Mortensen  
[gm@slpartnere.dk](mailto:gm@slpartnere.dk)  
+45 70 27 11 88



John Lucas  
[lucas@buy-and-sell.it](mailto:lucas@buy-and-sell.it)  
+45 70 20 45 70



Henrik Schrøder  
[hs@slpartnere.dk](mailto:hs@slpartnere.dk)  
+45 33 30 15 86



Sigge Enk  
[se@slpartnere.dk](mailto:se@slpartnere.dk)  
+45 33 30 15 89



Gert Jørgensen  
[gj@slpartnere.dk](mailto:gj@slpartnere.dk)  
+45 33 30 15 72

Venlig hilsen

Schrøder • Lucas & Partnere – [www.slpartnere.dk](http://www.slpartnere.dk)