



## Nyhedsbrev – September 2005

### Velkommen til Schrøder • Lucas & Partneres nyhedsbrev.

Med dette nyhedsbrev sætter vi fokus på kapitalfonde og deres betydning for køb og salg af mindre og mellemstore virksomheder. Kapitalfondene har, på grund af en øget aktivitet og ikke mindst et par betydelige opkøb, tiltrukket sig en del opmærksomhed.

Derudover har vi den glæde at kunne meddele om en udvidelse af vores virksomhed med optagelsen af to nye partnere i Kolding, således at vi i endnu større udstrækning kan styrke indsatsen i Jylland og på Fyn.

God læselyst!

Tidligere nyhedsbreve kan findes på [www.schroderlucas.dk](http://www.schroderlucas.dk) under *Bibliotek*.

### Kapitalfondenes indmarch

I foråret og sommeren 2005 har der været et stærkt stigende fokus på kapitalfondenes investerings-aktiviteter i danske virksomheder. Baggrunden for denne interesse har bl.a. været, at 1) fondene også er begyndt at investere i mindre virksomheder og 2) priserne, som disse fonde har betalt for virksomhederne, øjensynlig har været høje. Derudover kan man naturligt spørge sig selv, om 3) det vil føre til generelt stigende priser på mindre og mellemstore virksomheder.

Traditionelt har kapitalfondene i Danmark investeret i mellemstore virksomheder, normalt med en omsætning på mere end 500 mill. kr. Målet med investeringerne har været at øge virksomhedernes værdi gennem omstruktureringer, branchekonsolidering, frasalg af forretningsområder eller lignende. Interessen har ofte været rettet mod virksomheder, hvor der måske ikke – med virksomhedens eksisterende struktur – har været en oplagt strategisk køber. Flere af de virksomheder, kapitalfondene har investeret i, har tillige været kriseramte virksomheder.

Horisonten på investeringerne har været forholdsvis kort – typisk 5-7 år, hvorefter virksomhederne i en ny form er blevet solgt videre til en strategisk køber.

*Hvorfor investerer fondene nu også i mindre danske virksomheder?*

At kapitalfondene er blevet så aktive bl.a. på det danske marked, er der flere forklaringer på. For det første er der megen kapital til rådighed, både i Danmark og i resten af verden. Meget af den kapital, som kapitalfondene investerer for, kommer fra institutionelle investorer, herunder banker. Det lave renteniveau gør, at aktieinvesteringer, såvel i noterede som i ikke-noterede aktier, giver et langt bedre afkast end andre investeringer. Derudover øger det lave renteniveau og de forholdsvis gode konjunkturer i Danmark generelt investeringslysten.

Da der samtidig vurderes at være et betydeligt potentiale – bl.a. internationalt – i mange af de mindre virksomheder, er man begyndt at se investeringer i virksomheder med en omsætning på ned til 50 mill. kr.

Skal man så som virksomhedsejer kalkulere med en kapitalfond som potentiel køber til ens virksomhed. Både ja og nej. Stadig har fondene kun investeret i et



meget begrænset antal mindre virksomheder, og interessen kan forholdsvis hurtigt kølnes fra kapitalfondenes side ved en forværring af konjunkturerne og et stigende renteniveau. Dertil kommer, at virksomhederne skal opfylde bestemte kriterier for at have interesse for kapitalfondene. Nogle brancher, f.eks. bygge- og anlægs virksomhed, underleverandørvirksomheder og virksomheder uden et internationalt potentiale, investerer kapitalfondene sjældent i. Virksomheder bør derudover generelt have et stærkt management team, en stabil indtjening og god soliditet for at kapitalfondene viser interesse. Dette betyder, at mange generationsskiftemodne virksomheder ikke er interessante for kapitalfondene.

*Er prisdannelsen på virksomheder blevet ændret med kapitalfondenes indtrængen?*

Tidligere kunne man som hovedregel forvente, at strategiske købere ville give en højere pris for virksomheden end en finansiel investor. Begrundelsen er den enkelte, at den strategiske køber kender branchen og ofte også virksomheden, og typisk vil opnå en række synergi-fordele, der gør at den bedre kan øge indtjeningen i virksomheden. Den "passive" investor kommer blot med penge og kan som sådan ikke tilføre virksomheden noget forretningsmæssigt.

For de typer virksomheder, som kapitalfondene har kastet deres kærlighed på, gælder dette ikke entydigt mere. For visse af de virksomheder, som kapitalfondene har investeret i, gælder, at det har været til priser, som er på niveau med den pris, strategiske købere vil betale. Forklaringen på dette er ofte, at hvor strategiske købere ser mere forretningsmæssigt på investeringen, så ser kapitalfondene også finansielt på virksomhederne.

Virksomhederne bliver betragtet som et kompliceret sæt af kapitalstrømme og balanceposter, som kapitalfonden kan optimere. I denne forbindelse vurderer fondene et begreb som kaldes virksomhedens gældskapacitet. Det er i korte træk de muligheder virksomheden har for gældsoptagelse. Og gældsoptagelse er lig med likviditet, hvilket i visse tilfælde kan udloddes til ejeren og dermed skabe en hurtigere tilbagebetaling af investeringen.

Et forenklet eksempel vil illustrere dette:

*En virksomhed sælges for 90 mill. kr. Virksomhedens indtjening ligger på et niveau omkring 17 mill. kr. før skat, 12 mill. kr. efter skat, svarende til en P/E efter skat på 7.5 Egenkapitalen er 40 mill. kr. og består bl.a. af bygninger, maskiner, lagre og debitorer. Gældkapaciteten i virksomheden kan øges med 20 mill. kr. bl.a. ved optagelse af nye lån i bygninger og maskiner, alternativt sale-and-lease-back eller andre arrangementer.*

*En kapitalfond køber virksomheden ved at skyde 30 mill. kr. ind i et holdingselskab og samtidig låne 60 mill. kr. fra en bank (ofte vil denne gearing – d.v.s. bankens andel af investeringen være højere). Der kan nu udloddes et udbytte på 20 mill. kr. videre op i holdingselskabet og derefter til kapitalfonden, der nu kun har investeret 10 mill. kr. Optagelse af lånet belaster virksomheden med omkring 1 mill. kr. om året, således at denne nu kun tjener 16 mill. kr. – en marginal forringelse af indtjeningen, hvilket gør at banken accepterer udbyttet og arrangementet.*

Det vil naturligvis forringe virksomhedens soliditet at udlodde et større beløb fra virksomheden, men realiteterne er at mange mindre og mellemstore danske virksomheder reelt har en unødigt høj soliditet. Ejeren har haft en tryghed ved at være uafhængig af banker, og har kun taget moderate udbytter ud. Den høje soliditet kan resultere i en uhensigtsmæssig og for løs likviditetsstyring. Mange danske virksomheder, der står overfor et salg eller generationsskifte, ejes af et holdingselskab, og ejeren bør løbende tilpasse soliditeten i driftsselskabet.



Det fremgår af ovenstående, at det reelt er bankerne, der både finansierer og også i et væsentligt omfang tager risikoen – både i forhold til virksomheden, som banken finansierer, og i forhold til holdingselskabet. Og banker disponerer hurtigt på ændrede markedsvilkår, f.eks. i form af konjunkturskift og højere renter. Dette kan betyde, at de virksomheder, som kapitalfondene har investeret i, kan blive udsat for meget stramme tilbagebetalingsvilkår fra bankernes side.

*Vil det føre til stigende priser på mindre virksomheder?*

For langt størstedelen af de mindre og mellemstore virksomheder vil kapitalfondenes ageren – isoleret set - ikke føre til stigende priser. Derimod har højkonjunktur, lave renter, gode finansieringsmuligheder og høj investeringslyst medvirket til, at priserne på virksomheder i dag er højere end de var for 3-4 år siden.

Kapitalfondenes betydning for den generationsskiftebølge, der er i gang i dansk erhvervsliv i øjeblikket blandt de mindre og mellemstore virksomheder, skal ikke overvurderes. Er der 10-15 fonde, der hver investerer i 3-4 mindre og mellemstore virksomheder om året bliver det kun til 30-60 virksomheder om året, ud af omkring 40-50.000 virksomheder som står overfor et generationsskifte.

Langt de fleste mindre virksomheder vil derfor fortsat mest hensigtsmæssigt skulle sælges til en større virksomhed fra branchen eller en tilstødende branche. Og for de mindre virksomheder – typisk med en omsætning under 50 mill. kr. – vil privatpersoner, der med egen eller delvist egen kapital vil investere i og drive virksomheden videre - også i stigende udstrækning være potentielle købere.

*Hvordan skal man som virksomhedssejer forholde sig, hvis en kapitalfond henvender sig?*

Først og fremmest er det uanset købertype vigtigt i god tid at have gjort sig sine overvejelser i forbindelse med et eventuelt salg af virksomheden. Herunder bør man blandt andet tage stilling til hvornår tidspunktet for salg vurderes at være det rigtige set i relation til virksomhedens aktuelle situation, fremtidsudsigter og virksomhedens indtjeningssevne, og man bør overveje at iværksætte salgsmodenhedsaktiviteter før igangsættelse af egentlige salgsdrøftelser.

Vurderes tidspunktet for salg at være rigtigt, bør man selvfølgelig vurdere om der er andre, måske mere oplagte købere end kapitalfonde. En struktureret salgsproces med identifikation af den bedst egnede køber – fundet blandt mulige finansielle og strategiske købere – giver erfaringsmæssigt det bedste resultat for virksomhedsejeren. Og endelig bør man naturligvis forholde sig til virksomhedens værdi og andre kriterier for et succesfuldt salg.

## Organisationsændringer i Schrøder Lucas & Partnere

*To nye partnere i Kolding indtræder*

Virksomhedsmæglerne Niels Dall og Preben Poulsen fra A1 MATCH Virksomhedsmægler ApS, Kolding, er pr. 1. august indtrådt som partnere i Schrøder • Lucas & Partnere. Dette er et led i partnerskabets ønske om at styrke indsatsen i Jylland og på Fyn. De supplerer partner Jørgen Bastholm, Vejle, med denne indsats. Schrøder • Lucas & Partnere får hermed også kontorer på adressen, Toldbodgade 16 ved Havnepladsen i Kolding, telefon 76 33 60 00. Niels Dall og Preben Poulsen har i tillæg til Kolding kontor i henholdsvis Sønderborg og Horsens.



*Peter Dalkiær udtræder*

Herefter består Schrøder • Lucas & Partnere af otte partnere med tre i Jylland og fem på Sjælland, da direktør Peter Dalkiær udtræder som partner for i højere grad at hellige sig [www.match-online.dk](http://www.match-online.dk) - Danmarks kontaktbørs for køb og salg af virksomheder. Schrøder • Lucas & Partnere er en af aktørerne bag Foreningen match-online.dk.

*Gennemførte virksomhedshandler*

## Uddrag af de seneste gennemførte virksomhedshandler

### Albertsen & Holm A/S.

El- og VVS-aktiviteterne i Albertsen & Holm A/S er solgt til et selskab, ejet af de to ledende medarbejdere i virksomheden. Mezzanin Kapital medvirkede ved finansieringen. Aktiviteterne omfatter i alt 225 medarbejdere. Tidligere er bl.a. anlægsaktiviteterne i Albertsen & Holm også blevet solgt til en ledende medarbejder. Schrøder • Lucas & Partnere rådgav sælger.

### Muusmann – Research & Consulting A/S.

Muusmann – Research & Consulting A/S er solgt til Cowi A/S. Muusmann – Research & Consulting A/S, der har omkring 45 ansatte og hovedkontor i Kolding, er en konsulentvirksomhed, der bl.a. har sin styrke indenfor den offentlige sektor. Schrøder • Lucas & Partnere rådgav sælger.

### Eureka A/S

Eureka A/S, der er beliggende i Trekantsområdet, er en karrosserifabrik og tømrerforretning, Virksomheden, der har specialiseret sig i opbygning og specialindretninger af alle typer af mindre handicapbusser, varebiler, pickups og trailere, er i forbindelse med generationsskifte solgt til en privatperson. Schrøder • Lucas & Partnere rådgav sælger.

Venlig hilsen

Schrøder • Lucas & Partnere

København:



**John Lucas**  
jl@schroderlucas.dk  
+45 70 20 45 70



**Henrik Schrøder**  
hs@schroderlucas.dk  
+45 33 30 15 85



**Sigge Enk**  
se@schroderlucas.dk  
+45 33 30 15 85



**Gert Mortensen**  
gm@schroderlucas.dk  
+45 70 27 11 88



**Gert Jørgensen**  
gj@schroderlucas.dk  
+45 28 87 12 80

Kolding:



**Jørgen Bastholm**  
jb@schroderlucas.dk  
+45 75 72 53 00



**Niels Dall**  
nd@schroderlucas.dk  
+45 23 20 17 75



**Preben Poulsen**  
pp@schroderlucas.dk  
+45 20 14 22 91