

Del I – Teoretisk rammeverk:

Konseptuell modell for utledning av egenkapitalverdi



Artikkelen er forfattet av:

Statsautorisert revisor
Bjarte M. Jonassen
Senior manager Deloitte Stavanger

Han er Siviløkonom/MBA og Statsautorisert revisor fra Norges Handelshøyskole (NIH), og avslutter våren 2009 også Autorisert Finansanalytikerstudium (AFA). Bjarte jobber som Senior manager ved Deloitte Audit & Advisory i Stavanger, og han har også erfaring som Senior rådgiver i First Securities ASA Corporate Finance.

Formålet med artikkelen er å skissere et helhetlig og teoretisk forankret rammeverk for å utlede egenkapitalverdi basert på en gitt selskapsverdi. I del II av artikkelen illustreres den praktiske anvendelsen av dette rammeverket.

I transaksjonsprosesser er utledning av egenkapitalverdi basert på en gitt selskapsverdi et område med mange fallgruver. Gjennom bestemte justeringsposter flyttes store verdier mellom kjøper og selger, mens det teoretiske grunnlaget for disse justeringene ikke alltid er like klart.

I forbindelse med fusjoner og oppkjøp er fastsettelse av transaksjonsverdien alltid svært sentralt. Det brukes mye tid og ressurser både fra overdragende og overtagende part på å beregne og forhandle om hva som er den korrekte verdien av selskapene som er gjenstand for en transaksjon.

I slike prosesser kommer en ofte tidlig til enighet om hovedlinjene i verdsettelsen

«Price is what you pay. Value is what you get.»

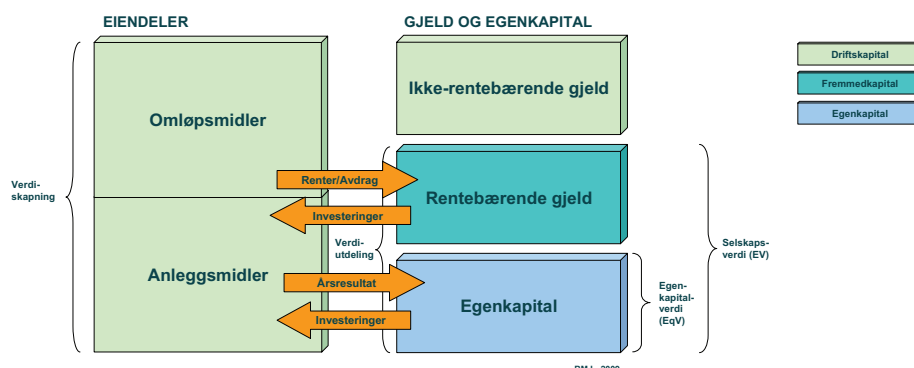
WARREN BUFFETT

basert på *selskapsverdien* (Enterprise Value eller EV) – gjerne basert på bestemte multipler på Inntekter, Driftsresultat før avskrivninger (EBITDA) eller Driftsresultat (EBIT). Med selskapsverdien menes den samlede verdien av selskapet inkludert rentebærende gjeld. Det vil si det beløpet man må betale om man ønsker å kjøpe en virksomhet og betale ut samtlige kapitaliere (både långivere og aksjonærer).

Senere i prosessen må man imidlertid gå fra selskapsverdi til *egenkapitalverdi* (Equity Value eller EqV), fordi det er aksjene i selskapet som skal overdras og verdsettes. Selskapsverdien må da justeres for netto rentebærende gjeld, normalisert arbeidskapital og eventuelle minoritetsposter. Disse justeringene er ofte vesentlige størrelser, slik at diskusjon og forhandlinger om disse postene er minst like viktige som fastsettelse av selve selskapsverdien. Tradisjonelt har imidlertid dette vært et noe «teori-tomt» fagområde, slik

at dialogen lett har vært preget av mange skjønnsmessige vurderinger. Formålet med denne artikkelen er derfor å skissere en helhetlig og teoretisk forankret modell for å utlede egenkapitalverdien.

Det teoretiske prinsippet bak justeringene er at man tenker seg balansen i tre deler: driftskapital, fremmedkapital og egenkapital, illustrert ved «modellbalansen» gjengitt under. Det skiller videre mellom verdiskapningen (som genereres av driftskapitalen) og verdiutdelingen (som tilfaller fremmedkapitalen i form av renter/avdrag og egenkapitalen i form av årsresultatet). Netto verdi av driftskapitalen tilsvarer selskapsverdien – trekker man fra verdien av rentebærende gjeld (fremmedkapitalen), fremkommer egenkapitalverdien. Denne teoretiske modellen vil være det konseptuelle grunnlaget for utledningen av riktig egenkapitalverdi som skal legges til grunn i avtaleverket.



Transaksjonsbegreper**Nærmere om selskapsverdi (EV)**

Selskapsverdien er gitt ved summen av fri kontantstrøm til selskapet (Free Cash Flow to the Firm eller FCFF) – neddiskontert med et veid avkastningskrav for selskapet (Weighted Average Cost of Capital eller WACC). Matematisk er dette uttrykt som følger:

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

$$FCFF_t \equiv \text{Årsresultat} + \text{Avskrivninger} + / - \Delta(\text{Arbeidskapital}) + \text{Rentekost etter skatt} - \text{Investering}$$

Dette gir da den totale verdien av selskapet – som skal deles mellom långivere (verdien av netto rentebærende gjeld) og aksjonærer (verdien av egenkapitalen). Det er flere fordeler ved å operere med selskapsverdi i stedet for egenkapitalverdi. For det første er verdien uavhengig av kapitalstruktur. To ellers identiske selskaper med forskjellig kapitalstruktur

vil ha samme selskapsverdi. Det medfører at alle multipler (for eksempel EV/Salg, EV/EBITDA og EV/EBIT) som er basert på selskapsverdier, vil kunne anvendes ved verdsettelse av ellers like selskaper – uavhengig av hvordan disse er finansiert. For det andre er selskapsverdien uavhengig av den løpende kontantopptjeningen og eventuelle egenkapitaltransaksjoner i selskapet. Betaler selskapet for eksempel utbytte, er selskapsverdien uendret, men egenkapitalverdien reduseres fordi utbytteutbetalingen reduserer kontantbeholdningen og/eller øker rentebærende gjeld.

Nærmere om egenkapitalverdi (EqV)

Egenkapitalverdien er gitt ved summen av fri kontantstrøm til egenkapitalen (Free Cash Flow to Equity eller FCFE) – neddiskontert med avkastningskravet til egenkapitalen (k_e – det vil si et avkastningskrav utledet gjennom den ordinære kapitalverdimodellen CAPM). Matematisk er dette uttrykt som følger:

$$EqV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t}$$

$$FCFE_t \equiv \text{Årsresultat} + \text{Avskrivninger} + / - \Delta(\text{Arbeidskapital}) - \text{Avdrag} - \text{Investering}$$

Dette gir da den totale verdien av selskapet for aksjonærene – det vil si etter at verdien som tilfaller långiverne, er trukket fra. En aksjekjøpsavtale vil alltid måtte basere seg på egenkapitalverdien fordi det kun er verdiene av aksjene som overdras i aksjekjøpsavtalen. Egenkapitalverdien har imidlertid den ulempen at verdien stadig endres. Alle løpende regnskapsmessige resultater i selskaper legges til egenkapitalen (eventuelt trekkes fra ved underskudd). Tilsvarende påvirkes verdien av alle egenkapitaltransaksjoner som finner sted (kapitalinnskudd, kapitalnedsettelse, utbytteutbetalinger osv.). Både fra et kjøper- og selgerperspektiv bør man derfor vente lengst mulig med å låse egenkapitalverdien i avtaleverket – og gjøre perioden frem til signering kortest mulig.

Brukervennlig og effektivt

Siden 1986 har Uni Micro AS utviklet økonomisystemer med fokus på brukeren.

I årets kundeundersøkelse fastslår våre kunder at Uni Økonomi® er lett å ta i bruk, lett å forstå og forenkler arbeidshverdagen.



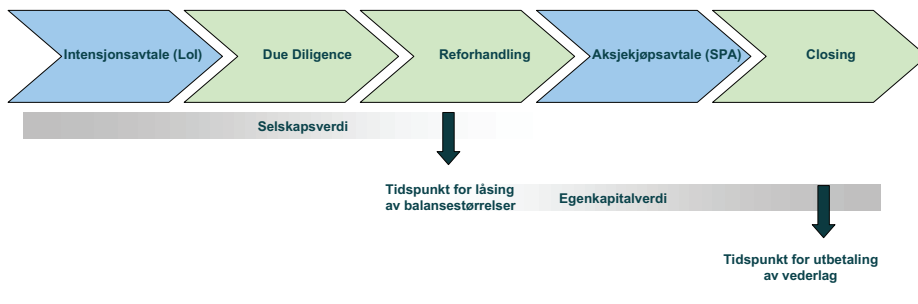
Uni Økonomi®, økonomisystemet du trygt kan anbefale dine klienter.

uni **micro**
- økonomisystemer fra start til børs

unimicro.no

Transaksjonsprosessen

En stilisert transaksjonsprosess innledes gjerne ved at man kommer til enighet om hovedlinjene i en transaksjon – materialisert gjennom en intensjonsavtale (Letter of Intent eller LoI). Her er ofte transaksjonsstruktur, verdsettelse av selskapet basert på selskapsverdi og andre vesentlige forhold beskrevet. Prosessen videre følger typisk følgende modell:



Fordelen med å bruke selskapsverdi i en tidlig fase av transaksjonen er at kjøper da normalt ikke kjenner detaljene rundt balansestørrelsene i målselskapet, samt at selskapsverdien som nevnt over blir upåvirket av den løpende kontantopptjeningen og eventuelle egenkapitaltransaksjoner som skjer frem mot signering av endelig avtale. I etterkant av intensjonsavtalen gjennomføres så en juridisk og finansiell due diligence som etterfølges av en reforhandling basert på de funn og observasjoner som eventuelt er gjort her.

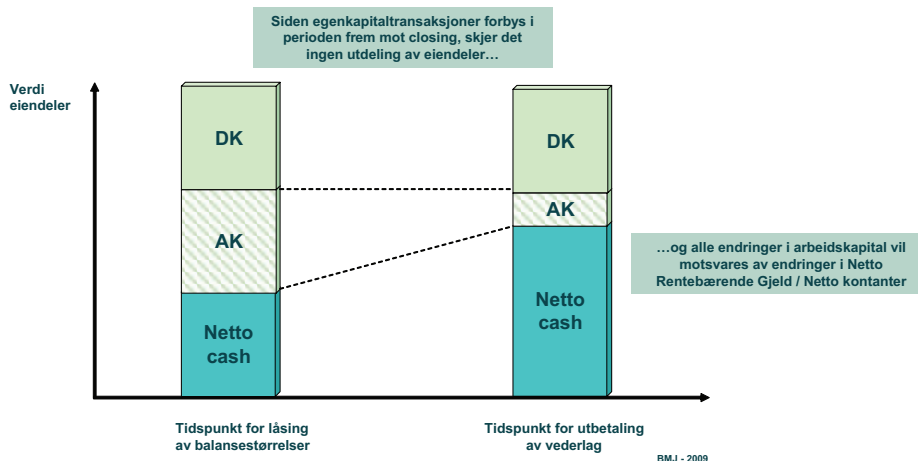
Etter dette søker man å enes om en aksjekjøpsavtale (Share Purchase Agreement eller SPA) som danner grunnlaget for gjennomføringen av transaksjonen. På et tidspunkt må en derfor gå fra verdsettelse basert på selskapsverdi til verdsettelse basert på egenkapitalverdi, gjennom låsing av balansestørrelsene i form av bestemte justeringsposter.

Tidligere var det vanlig at man la til grunn en slik justeringsmekanisme i etterkant av signering av aksjekjøpsavtalen. Dette kunne lett skape betydelig usikkerhet og manipulasjonsrisiko for både kjøper og selger ved at den endelige kjøpsprisen ikke ble fastsatt før denne justeringsmekanismen var fullført. En annen uheldig effekt ved en slik prosess var åpenbart også at betydelige ressurser ble brukt til å diskutere og forhandle rundt selve justeringene – på et tidspunkt hvor man heller burde prioritert å videreutvikle selskapet og realisere synergier.

Mer vanlig har det derfor blitt å låse egenkapitalverdien i forkant av signeringen av aksjekjøpsavtalen – gjennom en såkalt «locked box approach». Med det menes at man legger til grunn en omforent og oppdatert balanse på målselskapet før signering av aksjekjøpsavtale, og beregner en egenkapitalverdi gjennom justeringsmekanismene beskrevet i denne artikkelen. I tillegg forbyr selger å foreta utbytteutbetalinger og andre utdelinger av verdier i perioden frem mot closing. På den måten har man «låst inn» verdiene i selskapet i perioden frem til closing finner sted. Reduse-

res arbeidskapitalen i perioden, vil det automatisk motsvares av en økning i kontantbeholdningen (eventuelt redusert gjeld) – og omvendt om arbeidskapitalen økes.

Ved å anvende en slik modell sikrer man således at det ikke finner sted noen «lekkasjer» av verdier ut av selskapet frem til overtagelsen. Dette kan illustreres ved følgende figur (illustrerer en situasjon hvor målselskapet har netto positiv kontantbeholdning):



Generelt er sammenhengen mellom selskapsverdi og egenkapitalen gitt ved følgende relasjon.

$$EqV \equiv EV - NRBG \pm \text{Normalisering Netto Arbeidskapital} - \text{Minoritetsinteresser}$$

↑
↑
↑

Justeringspost 1
Justeringspost 2
Justeringspost 3

Egenkapitalverdien (EqV) fremkommer gjennom å justere selskapsverdien (EV) for tre justeringsposter: Netto rentebærende gjeld (Justeringspost 1), Normalisering Netto arbeidskapital (Justeringspost 2) og Minoritetsinteresser (Justeringspost 3).

Intuisjonen bak justeringen er at selskapsverdi (EV) fremkommer ved at man ser på avkastningen som genereres av driftsrelaterte eiendeler minus driftsrelaterte forpliktelser (egenfinansieringen i driftskapitalen). Denne totale verdiskapningen skal så deles ut til to kapitaleiere – långivere og aksjonærer. For å finne verdien som tilfaller aksjonærene, må en derfor trekke fra netto rentebærende gjeld (det vil si rentebærende gjeld minus kontantbeholdning).

I tillegg må det justeres for eventuelle unormale utslag i selskapets arbeidskapital. Dersom det er unormalt høy kapitalbinding i driftskapitalen (merket med lys grønn i figuren innledningsvis), skal dette legges til egenkapitalverdien – fordi dette er midler som vil omgjøres til kontanter/brukes til nedbetaling av gjeld når situasjonen normaliseres.

Har du en fripolise i ett av de store livselskapene? Er du trygg på at de setter dine interesser først? Følg med! 2008 har nemlig avslørt hvordan de store livselskapene forvalter pensjonsformuen din:

DE SIER ÉN TING MEN GJØR NOE ANNET

De store livselskapene har to måter å forvalte pensjoner på i nedgangstider. Det har de med all tydelighet vist nå som finanskrisen går på andre året:

METODE 1: NÅR DE SELV MÅ TA SIN DEL AV TAPET

Når de forvalter dine fripoliser trekker de pengene ut av aksjemarkedet av hensyn til seg selv, fordi de har garantert deg en minsterente. Slik behandling av dine penger betyr at du ikke får med deg oppgangen når den kommer. Det er oppskriften på lav pensjon.

Les bare hva Storebrand selv sier på sine nettsider om spareråd:

Når aksjekursene stuper er det lett å tenke at "nå bør jeg selge aksjefondsandelene mine". Historien viser at det motsatte er mest lønnsomt.

METODE 2: NÅR DU MÅ TA HELE TAPET ALENE

Er du en av de titusener som har innskuddspensjon eller aksjefond hos et av de store livselskapene? Ble du på noe tidspunkt rådet til å trekke pengene dine ut av aksjemarkedet, slik de gjorde med fripolisene dine? Antagelig ikke – du ble heller bedt om å beholde eller øke aksjeeksponeringen. Så hvilken avkastning fikk du på pengene dine i 2008? Antagelig veldig, veldig dårlig.

HOS SILVER HAR VI KUN ÉN METODE:

Den som er best for deg, selv om vi må dekke tapet. Ved å beholde eksponeringen i aksjemarkedet nyter du nemlig godt av oppgangen når den kommer. For kommer, det gjør den. Dette er oppskriften på høy pensjon.

Flytt fripolisen din til Silver nå! Send sms SILVER til 1960, eller besøk www.fripolisen.no

SILVERTM
www.fripolisen.no



Dersom målselskapet er et konsern med deleide døtre, må en normalt også foreta en justering for den del av verdien som tilfaller minoritetsinteressene, med mindre dette allerede eksplisitt er tatt høyde for i den innledende fasen (intensjonsavtalen).

Et viktig prinsipp for øvrig er at man må gjøre en stringent deling av regnskapspostene i de ulike kategoriene slik at en ikke risikerer å gjøre justeringer dobbelt opp – det vil si at hver enkelt justering må skje enten i netto rentebærende gjeld eller gjennom normaliseringen av arbeidskapitalen. For å unngå dette kan

man se hen til det forslaget til enhetlig klassifisering basert på balansespesifikasjonene i regnskapsloven som er gjengitt under.

De enkelte justeringspostene behandles mer inngående i del II av artikkelen.

Forslag til klassifisering basert på balansespesifikasjoner i regnskapsloven

EIENDELER

A. Anleggsmidler

I. Immaterielle eiendeler

1. Forskning og utvikling
2. Konesjoner, patenter, lisenser, varemerker og lignende
3. Utsatt skattefordel
4. Goodwill

II. Varige driftsmidler

1. Tomter, bygninger og annen fast eiendom
2. Maskiner og anlegg
3. Skip, rigger, fly og lignende
4. Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontormaskiner og lignende

III. Finansielle anleggsmidler

1. Investeringer i datterselskap
2. Investeringer i annet foretak i samme konsern
3. Lån til foretak i samme konsern
4. Investeringer i tilknyttet selskap
5. Lån til tilknyttet selskap og felles kontrollert virksomhet
6. Investeringer i aksjer og andeler
7. Obligasjoner
8. Andre fordringer

B. Omløpsmidler

I. Varer

II. Fordringer

1. Kundefordringer
2. Andre fordringer
3. Krav på innbetaling av selskapskapital

III. Investeringer

1. Aksjer og andeler i foretak i samme konsern
2. Markedsbaserte aksjer
3. Markedsbaserte obligasjoner
4. Andre markedsbaserte finansielle instrumenter
5. Andre finansielle instrumenter

IV. Bankinnskudd, kontanter og lignende

EGENKAPITAL OG GJELD

C. Egenkapital

I. Innskutt egenkapital

1. Selskapskapital
2. Overkursfond
3. Annen innskutt egenkapital

II. Opptjent egenkapital

1. Fond
2. Annen egenkapital

D. Gjeld

I. Avsetning for forpliktelser

1. Pensjonsforpliktelser
2. Utsatt skatt
3. Andre avsetninger for forpliktelser

II. Annen langsiktig gjeld

1. Konvertible lån
2. Obligasjonslån
3. Gjeld til kredittinstitusjoner
4. Øvrig langsiktig gjeld

III. Kortsiktig gjeld

1. Konvertible lån
2. Sertifikatlån
3. Gjeld til kredittinstitusjoner
4. Leverandørgjeld
5. Betalbar skatt
6. Skyldige offentlige avgifter
7. Annen kortsiktig gjeld

KLASSIFISERING KOMMENTAR

KLASSIFISERING	KOMMENTAR
DK	Normalt alltid DK
DK	Normalt alltid DK
DK	Normalt alltid DK
DK	Normalt alltid DK
DK	DK i den grad de benyttes i driften. Ellers til fradrag i NRBG
DK	Normalt alltid DK
DK	Normalt alltid DK
DK	Normalt alltid DK
DK	DK forutsatt de er hensyntatt i selskapsverdien. Ellers til fradrag i NRBG
DK	DK forutsatt de er hensyntatt i selskapsverdien. Ellers til fradrag i NRBG
NRBG	Til fradrag i NRBG hvis låntaker ikke er inkludert i transaksjonen. Ellers eliminert
DK	DK forutsatt de er hensyntatt i selskapsverdien. Ellers til fradrag i NRBG
NRBG	Til fradrag i NRBG hvis låntaker ikke er inkludert i transaksjonen. Ellers eliminert
NRBG	Normalt alltid til fradrag i NRBG
NRBG	Normalt alltid til fradrag i NRBG
AK	Typisk AK, men avhenger av innholdet i posten
AK	Normalt alltid AK
AK	Normalt alltid AK
AK	Normalt alltid AK
NRBG	Normalt alltid til fradrag i NRBG
DK	Forutsatt de er hensyntatt i selskapsverdien. Ellers til fradrag i NRBG
NRBG	Normalt alltid til fradrag i NRBG
NRBG	Normalt alltid til fradrag i NRBG
NRBG	Normalt alltid til fradrag i NRBG
NRBG	Normalt alltid til fradrag i NRBG
NRBG	Normalt alltid til fradrag i NRBG
NRBG	Bundne skattetrekksmidler holdes utenfor
EK	Egenkapital
EK	Egenkapital
EK	Egenkapital
EK	Egenkapital
EK	Egenkapital
DK	Normalt alltid DK. Over/underfinansiering hensyntas i AK
DK	Normalt alltid DK. Over/underfinansiering hensyntas i AK
DK	Typisk DK, men avhenger av innholdet i posten
NRBG	Normalt alltid inkludert i NRBG
NRBG	Normalt alltid inkludert i NRBG
NRBG	Normalt alltid inkludert i NRBG
NRBG	Normalt alltid inkludert i NRBG
NRBG	Normalt alltid inkludert i NRBG
NRBG	Normalt alltid inkludert i NRBG
NRBG	Normalt alltid inkludert i NRBG
NRBG	Normalt alltid inkludert i NRBG
NRBG	Normalt alltid inkludert i NRBG
AK	Normalt alltid AK
AK	Normalt alltid AK. Kan alternativt klassifiseres som NRBG
AK	Normalt alltid AK. Skyldig skattetrekk holdes utenfor
AK	Normalt alltid AK. Skyldig utbytte klassifiseres som NRBG