

Revisor som rådgiver:

Verdivurdering av virksomheter



Artikkelen er forfattet av:

Siviløkonom
Anders Thoresen
Partner i DHT Corporate Services

Verdivurdering er relevant i forbindelse med de fleste eierendringer: kjøp og salg av bedrifter, fusjoner, fisjoner, emisjoner, konserninterne transaksjoner osv. Uansett er formålet med en verdivurdering normalt **å fastsette en antatt omsetningsverdi for en virksomhet eller aksjer.**

Metoder for verdivurdering

Det finnes en rekke ulike metoder som benyttes for verdivurdering, men grovt sett kan de deles i to: balansebaserte og inntjeningsbaserte metoder. Uansett om du skal utføre en verdivurdering selv eller bare forholde deg til en verdivurdering andre har utført, er det viktig å kjenne til de mest brukte metodene og hva som karakteriserer dem.

Balansebaserte metoder er en fellesbetegnelse på en gruppe verdivurderingsmetoder som tar utgangspunkt i en verdivurdering av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og eventuelt utsatt skatt/latent skatt der dette er relevant. Disse metodene fokuserer altså på hva selskapet har bygd opp av verdier gjennom det de allerede har prestert. De mest vanlige balansebaserte metodene er i) bokført egenkapital, ii) substansverdi (verdijustert egenkapital) og iii) likvidasjonsverdi (realisasjonsverdi).

Inntjeningsbaserte metoder er en fellesbetegnelse på en gruppe verdivurderingsmetoder som i mindre grad ser på hva selskapets akkumulerte eiendeler er verdt i seg selv,

men mer på hva selskapet som helhet forventes å kunne skape av inntjening fremover. De mest vanlige inntjeningsbaserte metoder er i) kontantstrømbaserte modeller (DCF), ii) normalresultatmetoden/normalisert kontantstrøm og iii) multipler/relative metoder (P/E-metoden mv.)

Balansert risikovurdering er nøkkelen

Ved inntjeningsbaserte metoder er en god risikovurdering nøkkelen til å utarbeide en balansert verdivurdering. Hvordan risikovurderingen bør reflektere nivået på avkastningskravet eller multiplene som legges til grunn, er skjønnsbasert, og krever gjerne en del erfaring for å gjøres på en god måte. Avkastningskravet skal reflektere risikoen ved å investere i denne bedriften i forhold til alternative investeringsmuligheter. Multiplene er teknisk sett det inverse av avkastningskravet. Høyt avkastningskrav og lav multiplendekkerer høy risiko og eventuelt lav vekstforventning, mens lavt avkastningskrav og høy multiplendekkerer lav risiko og eventuelt høy vekstforventning. Små og mellomstore bedrifter (SMB) har normalt sett vesentlig høyere risiko enn store og børsnoterte bedrifter. Ved vurdering av SMB-bedrifter anvendes derfor normalt høyere avkastningskrav og lavere multipler. Risiko vurderes gjerne innenfor områdene marked, produkter/produksjon, organisasjon og økonomi/finans. Noen av de mest vanlige risikoer i SMB-bedrifter er avhengighet av nøkkelpersoner, avhengighet av noen få større kunder, endrede markedsvilkår, ustabil inntjening, anstrengt likviditet og begrensede finansieringsmuligheter.

Hold tunga beint i munnen

Ved verdivurdering er det avgjørende å skille mellom markedsverdien av egenkapitalen vs. markedsverdien av sysselsatt kapital (enterprise value = EV). Markedsverdien av egenkapitalen er definert som markedsverdien av sysselsatt kapital (virksomheten) minus netto rentebærende gjeld. Ved investeringsanalyse generelt og verdivurdering med inntjeningsbaserte metoder spesielt, er det metodemes-

sig avgjørende at i) kontantstrøm/inntjening og ii) avkastningskrav/multiplendekkerer konsistent, m.a.o. samme definisjon av de to elementene innenfor tre områder:

- Nominelt eller reelt (inflasjonsjustert eller ikke)
- Før eller etter skatt
- Beregning til egenkapital eller sysselsatt kapital

Det er altså åtte ($2 \times 2 \times 2 = 8$) ulike definisjoner av hhv. kontantstrøm og avkastningskrav. I tillegg kan resultatstørrelser og multipler før skatt være definert på ulike nivåer (EBITDA, EBIT, EBT osv.) Her må man holde tunga beint i munnen!

Synergier og strategiske verdier

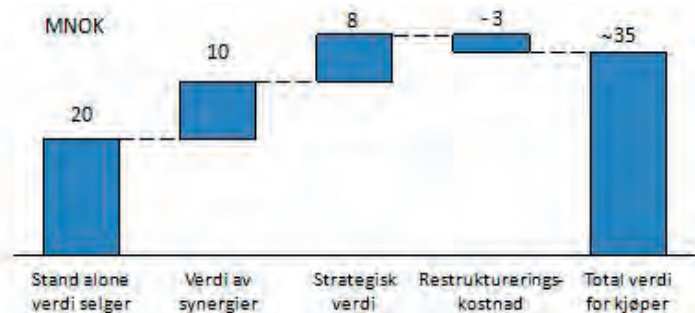
Stand alone-verdien av en bedrift er verdien av virksomheten med dagens eierstruktur og rammevilkår. Det er m.a.o. verdien for dagens eiere gitt den posisjon virksomheten har bygget opp (produkter, kunder, organisasjon osv.), fremtidsmuligheter og risiko. Ved et eierskifte kan imidlertid ulike aktører ha ulike verdier knyttet til synergier og strategiske verdier.

Synergier kan oppstå når to eller flere aktører/enheter slår seg sammen. Det innebærer i praksis at en kan drive mer effektivt eller oppnå mer ved å være én enhet i stedet for flere. Synergier kan være relatert til i) reduserte kostnader (innkjøp, husleie, bemaning, revisjon/regnskapsføring, støttesystemer etc.), ii) økte inntekter (kryssalg av hverandres produkter mot hverandres kunder, økt utnyttelse av salgsressursene etc.) og iii) redusert investeringsbehov (produktutvikling, maskiner og anlegg etc.).

Strategiske verdier for en kjøper kan for eksempel være i) tilgang til et nytt marked (geografisk, bransje osv.), ii) redusert tid for å etablere seg i et marked («time to market»), iii) tilgang til teknologi og kompetanse og iv) fjerne en plagsom konkurrent.

En bedrift kan ha, og har stort sett ulike verdier for ulike aktører. Derfor er det viktig

å skille mellom stand alone-verdi, verdi av synergier, strategisk verdi og negativ verdi av restruktureringskostnader. Dette kan presenteres som følger:



Lykke til!

10 råd ved verddivurdering av en virksomhet

1. Tenk grundig gjennom hvilke(n) metode(r) som er mest hensiktsmessig å benytte for den konkrete vurderingen
2. Ved bruk av kontantstrømmetoden får en ofte unaturlige høye verdier («neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer»)
3. For verddivurdering av (veletablerte) små og mellomstore selskaper er det ofte mer hensiktsmessig å anvende normalresultat/kontantstrøm eller multiplere-metoder
4. Benytt gjerne flere metoder/tilnærminger
5. Skill mellom stand alone-verdi, verdi av synergier og strategiske verdier
6. Verddivurdering er ingen vitenskap med to streker under svaret. Sensitivitetsanalyser, avrunding og verdiintervaller er ofte fornuftig

7. Kvalitetssjekk at metoden(e) du benytter utføres riktig
8. Kvalitetssjekk regnestykkene
9. Gjør alltid en vurdering av om markedet vil være villig til å betale den verdien du kommer frem til
10. Lag en grundig dokumentasjon som bl.a. presiserer hvilken informasjon vurderingen er basert på, sentrale kilder og hvilke vurderinger som er gjort

Artikkelserie

I artikkelserien inngår følgende tema:

- Lønnsomhetsforbedring
- Økonomistyring og ledelsesrapportering
- Finansiering og likviditetsstyring
- Selskapssekretær
- Restrukturering
- Kjøp og salg av virksomhet
- Verddivurdering
- Generasjonsskifte

Lederkilden.no

Revisorforeningen har i samarbeid med Lederkilden.no utarbeidet en skreddersydd løsning med verktøy og fagstoff som støtter opp under alle naturlige områder for revisor som rådgiver. Se mer på: www.lederkilden.no/?dnrmedlem=true

Rettsdata Regnskap og Revisjon

- med kilder fra Revisorforeningen

Gyldendal Rettsdata og Revisorforeningen har inngått en samarbeidsavtale. Samarbeidet innebærer at Gyldendal Rettsdata får benytte revisjonsstandarder, sjekklister, veiledninger og annet materiale fra Revisorforeningen i Rettsdata Regnskap og Revisjon.

Prøv Rettsdata Regnskap og Revisjon på www.rettsdata.no



Kontaktinformasjon Gyldendal Rettsdata:
Internett: www.rettsdata.no, e-post: rettsdata@rettsdata.no, telefon: 22990420



revisorforeningen.no